

Considerações Acerca da Força Financeira de Banco Central Soberano: Desmistificando a relação entre Tesouro e Banco Central e o Canal das Expectativas.

Caio Vilella¹

Resumo

O objeto de estudo do presente trabalho é a relação entre Tesouro Nacional e Banco Central. Em particular, o foco reside sobre Bancos Centrais com poder de emitir o meio de pagamento aceito em seu respectivo país. O texto se debruça sobre os possíveis impactos que o “canal das expectativas” teria sobre a capacidade do Banco Central (BC) em perseguir suas metas monetárias. Cada seção deste trabalho explora diferentes mecanismos de transmissão pelos quais a deterioração das expectativas dos agentes privados quanto a capacidade do BC perseguir suas metas, provocada por um baixo nível de Patrimônio Líquido desta entidade, poderia de fato afetar tal capacidade da autoridade monetária. O único canal encontrado com poder de afetar a capacidade do BC perseguir suas metas seria a fuga de capital, porém não há evidências de que ela esteja relacionada com o PL do BC. Conclui-se, portanto, que não há um canal de transmissão robusto entre o nível de PL do BC e as expectativas dos agentes e, por mais que estas últimas estejam deterioradas, elas possuem poder nulo ou negligenciável de impedir o BC de perseguir a estabilidade econômica.

Área Temática: 5) Dinheiro, Finanças Internacionais e Crescimento.

1. Introdução

A divisão da teoria macroeconômica em fiscal e monetária pode ajudar no avanço teórico da economia enquanto disciplina, mas a formulação de política econômica pode sofrer imprecisões ao deixar de analisar a interação entre o fiscal e monetário. Por mais que os entes fiscal e monetário normalmente estejam separados em organizações distintas, são elos importantes de políticas públicas que visem garantir a estabilidade e pleno emprego. Na prática, não existe política fiscal que não possua impacto monetário, uma vez que as despesas do Tesouro injetam, irrevogavelmente, recursos líquidos nos balanços privados, enquanto a arrecadação os destrói. Além do mais, a despeito de algumas variações ao redor do mundo, a maioria dos Bancos Centrais possuem o Tesouro como único dono ou um de seus sócios.

A relação entre Tesouro e Banco Central (BC) está carregada de argumentos reproduzidos e poucas vezes detalhados. Muitos destes argumentos estão permeados de juízo de valor e/ou teorias baseadas em hipóteses heurísticas, como a hipótese da neutralidade da moeda². Em muitos casos, a relação entre os dois entes federativos é necessária e requerida, principalmente nos casos de BC's Soberanos, isto é, autoridades monetárias que podem comprar (vender) títulos -via mercado primário

¹ Doutorando em Economia pela UFRJ, contato: caio.vilella@ufrj.br. O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

² Recorrentemente utilizada na literatura, esta hipótese pressupõe que no longo prazo os mercados se acomodarão no ponto ótimo de alocação de recursos, o qual variáveis monetárias não possuem qualquer efeito. Desta forma, toda moeda injetada na economia a fim de impulsioná-la converter-se-á em inflação no Longo Prazo.

e/ou secundário- de Tesouros que se endividam em moeda emitida pelo próprio BC. Como em muitas relações econômicas, a tratada neste trabalho envolve custos e benefícios, prós e contras, que precisam ser checados antes de considerá-la indesejável. Ao final do dia, o fato das duas entidades serem estatais faz com que seus balanços, quando somados para compor o balanço do Governo, anulem os passivos retidos como ativos de uma com a outra. Porém, existem argumentos aqui elencados que condenam este remanejamento de balanço criado na relação entre Tesouro e BC³.

Um dos argumentos mais comuns para atacar esta relação entre Tesouro e BC é o Canal das Expectativas. Segundo este, a deterioração das expectativas seria responsável por reduzir a “força financeira” do BC e dificultar o alcance de seus objetivos. A princípio, cabe esclarecer introdutoriamente o que é força financeira e quais são os objetivos da autoridade monetária, para que na devida hora, estes conceitos sejam retomados com a profundidade adequada. A “força financeira” seria uma mensuração atribuída à capacidade do BC cumprir seus objetivos de maneira independente. Dentro do vasto debate sobre os objetivos do BC, aqui destacaremos o de cumprir sua meta de taxa de juros pré-determinada com vistas às demais variáveis econômicas, como emprego e estabilidade financeira. Dito isto, dentro da relação entre Tesouro e BC, estamos interessados em estudar detalhadamente como seria a transmissão da deterioração das expectativas afetando a “força financeira” e impedindo ou dificultando a autoridade monetária de cumprir seus objetivos. Segundo a literatura atual, conforme a autoridade fiscal injetasse mais dinheiro no BC a fim de cobrir resultados negativos, a expectativa do mercado deterioraria e imporiam restrições à esta autoridade (ARCHER e MOSER-BOEHM, 2013).

Deixando de lado o juízo de valor e partindo dos aspectos teóricos a luz das experiências internacionais, o presente trabalho busca desmistificar esta relação e estudar as vias pelas quais a deterioração das expectativas dificultaria a condução da Política monetária. Para explorar esta relação entre Tesouro e BC e a influência do canal das expectativas, seguem-se mais quatro seções além desta introdução até chegarmos nas considerações finais. Na próxima seção, abordaremos o relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária analisando os aspectos puramente teóricos e considerando alguns prós e contras criados nesta relação. Por fim, esta seção encontra três fatores pelos quais o canal das expectativas seria capaz de afetar a condução monetária, tratando-os nas seções seguintes. O primeiro fator é exposto ao longo da terceira seção e aborda os argumentos pelos quais a credibilidade na independência do BC pode, ou não, afetar a capacidade deste em atingir seus objetivos. O segundo fator, tratado na seção seguinte, traz o debate sobre as circunstâncias nas quais a confiança na moeda doméstica seria afetada pelas expectativas e como isto influenciaria a condução

³ Doravante, sempre que nos referimos à BC, estaremos nos referindo à BC's Soberanos. Nos casos em que nos referirmos à BC's que não possuem acesso ao mercado de títulos do tesouro, explicitaremos a restrição.

da política monetária. O terceiro fator é discutido na sequência e apresenta a possibilidade da rolagem da dívida ser dificultada e como isto impediria o BC de alcançar seus objetivos. Finalmente, a última seção é responsável por trazer as considerações finais do autor.

2. Relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária: Aspectos teóricos da experiência internacional.

Esta seção abordará o relacionamento da autoridade fiscal e monetária para que possamos, posteriormente, aprofundar os canais de transmissão em aberto. O foco será sobre o balanço do BC, mais especificamente sobre a variação do seu resultado e a transferência de recursos entre este ente público e a autoridade fiscal.

Para começar estudando o ente fiscal, trataremos a importância de o Tesouro concentrar suas movimentações financeiras através de uma conta única mantida junto ao BC. Para defender este ponto, separemos este argumento em dois fragmentos a serem tratados. O primeiro consiste em concentrar as movimentações do Tesouro em uma conta única, enquanto o segundo refere-se a manter esta conta junto ao BC. Williams (2010) argumenta que uma gestão eficiente do ente fiscal requer que seus gastos e arrecadações sejam concentrados em uma conta única a fim de facilitar a gestão e garantir mais transparência aos recursos públicos. Caso as operações não sejam concentradas em uma única conta, pode acontecer do tesouro possuir uma conta deficitária, por mais que haja recursos disponíveis nas demais contas. Além disto, o período requerido para efetivar um grande gasto poderia ser postergado até que os recursos fossem unificados na mesma conta a fim de arrecadar montante suficiente para o dispêndio. Enfim, separar a atividade fiscal em diferentes contas bancárias engendraria uma série de obstáculos desnecessários. Dito isto, Williams (2010), Meyer (1997) e Pattanayak e Fainboim (2010) sugerem que manter esta conta única junto ao BC ajuda a ter maior controle sobre os recursos, reduz o custo de manutenção das contas, garante a igualdade na competição entre os bancos comerciais, facilita a gestão de liquidez no sistema financeiro, além de minimizar o risco de crédito dos bancos. Dentre todos estes benefícios, gostaríamos de destacar a vantagem em relação a gestão de liquidez. Isto é, o BC teria informação plena sobre os “distúrbios” no mercado de reservas provocados pelos gastos do Tesouro. Em dias nos quais o gasto do Tesouro supere a arrecadação, o mercado interbancário estará com excesso de reservas, fato que pressionará a taxa de juros *overnight* para fora da meta do BC⁴. Gozando imediatamente desta informação, o BC deve agir instantaneamente para enxugar o excesso de reservas e trazer a taxa de juros interbancária de volta para sua meta.

⁴ A taxa de juros *overnight*, ou simplesmente *over* é taxa de curtíssimo prazo pela qual os bancos negociam entre si por períodos que não costumam passar de dias. Os BC's das principais nações divulgam, periodicamente, metas desta taxa *over* anualizada.

A título de ilustração didática, a seguir temos a representação gráfica do Balanço do Tesouro e do BC, respectivamente. A partir de agora, denominaremos esta conta única do Tesouro e BC como Conta Única do Tesouro (CUT):

Imagem 1 - Balanço do Tesouro:

Ativo	Passivo
1) Depósitos no BC (CUT)	1) Títulos do Tesouro no BC (TTN)
2) Haveres Internos Líquidos	2) Títulos fora do BC
	3) Dívida Externa

Elaboração Própria Inspirada em STN (2013) e Viana (2019)

Imagem 2 - Balanço do BC

Ativo	Passivo
1) Reservas Internacionais	1) Passivo Monetário
2) Empréstimos ao Setor Privado	1.1) Papel Moeda
3) TTN	1.2) Reservas Bancárias
4) Operações compromissadas (revenda)	2) Passivo não Monetário
	2.1) Operações compromissadas (recompra)
	2.2) Passivo Estrangeiro (Pf)
	2.3) CUT
	Patrimônio Líquido (PL)
	Reservas
	Capitais

Elaboração Própria Inspirada em STN (2013) e Viana (2019)

Embora não raro o BC tenha seu balanço estruturado de maneira idêntica aos bancos comerciais, Macedo e Silva (2016) chama atenção para o equívoco que isto pode gerar, uma vez que o BC é um ente público. Diferente da maioria dos bancos, o BC tem a vantagem de possuir o Tesouro como seu dono. Esta vantagem referida diz respeito à possibilidade de compartilhar seus resultados com o Tesouro. Isto significa que resultados positivos podem ser transferidos para o

Tesouro e resultados negativos podem ser cobertos por este⁵. Assim, temos que a variação do Resultado (refletida no PL do Balanço) será igual à variação do ativo menos a variação do passivo monetário subtraída da variação do passivo não monetário:

$$\Delta R = \Delta Ativo - \Delta Passivo Monetário - \Delta Passivo não monetário \quad (1)$$

Podemos constatar que o resultado do BC (ΔR) dependerá do diferencial do custo do passivo e da remuneração do ativo no seu balanço financeiro. Resultados negativos podem ocorrer devido às variações da posição externa líquida, da variação do diferencial entre o volume de títulos do Tesouro retido no BC, do volume da CUT, da variação entre a posição do BC nas operações compromissadas, bem como da variação cambial afetando as reservas internacionais. É uma relação complexa, mas dado que na maioria dos casos os BC's possuem custo nulo ou inexpressivo do carregamento do seu passivo monetário, é esperado que resultados positivos sejam mais frequentes (ARCHER E MOSER-BOEHM, 2013). Segundo Archer e Moser-Boehm (2013) a expectativa de resultados positivos sustentáveis e críveis a longo prazo pelo BC seria a fonte da força financeira (“*financial strength*”) deste. Os autores sugerem que haveria uma correlação negativa entre força financeira e inflação, de tal forma que quanto maior a primeira, menos resistências a autoridade enfrentaria na condução da política monetária.

Archer e Moser-Boehm (2013) sugerem que o grau de independência do BC em relação ao ente fiscal, a exposição ao risco e o capital acumulado pela autoridade monetária deveriam ser levados em consideração ao mensurar a força financeira desta instituição. Segundo os autores, a alta exposição ao risco assumida pelo BC, quando este troca ativos líquidos (dívida do Tesouro) por ilíquidos (dívida privada) em seu portfólio, pode requerer, sob certas circunstâncias, novas injeções de capital do Tesouro. Segundo o texto, estas intervenções seriam responsáveis por minar o grau de independência do BC e, com isso, reduzir sua força financeira. Não raro, a força financeira é relacionada com vultosos volumes positivos de PL. Entende-se, portanto, que o conceito de força financeira tem um aspecto subjetivo que almeja mensurar a capacidade do BC seguir suas metas de maneira “independente” (ARCHER e MOSER-BOEHM, 2013).

As funções do BC⁶ por vezes requerem que este assuma posições opostas ao setor privado, evitando que este incorra em perdas que colocariam em risco a estabilidade dos fluxos de

⁵ É importante destacar a possibilidade (ou não) da transferência. Robinson e Stella (1993) mostram que o resultado pode ter três possíveis destinações: a constituição de reservas e lucros retidos, transferência para o Tesouro e/ou o pagamento de dividendo para acionistas. Alguns argumentos em favor da transferência deste resultado para o Tesouro serão citados no corpo deste trabalho, mas este é um debate que poderia compor um trabalho inteiro sobre o assunto. Para aprofundamentos no debate ver Robinson e Stella (1993) e STN (2013).

⁶ Podemos resumir as funções básicas de um BC em: 1)Emissor da Moeda; 2)Banco do Tesouro; 3)Banco dos Bancos e; 4)Condutor da política monetária.

pagamentos da economia. Em certas circunstâncias, é normal e desejável que o BC forneça títulos da dívida pública (extremamente líquidos) em troca de títulos ilíquidos e com valor de face em queda. Estas medidas atuam diretamente para conter o processo de deflação da dívida, assim como descrito por Fisher (1933) e Minsky (1980). Ou então, a autoridade pode ser levada a assumir posições não vantajosas nas operações compromissadas, a fim de evitar variações dos preços de determinados ativos e assim, reduzir as perdas do setor privado. Ao assumir esses papéis em decadência em seu ativo financeiro, o próprio BC poderia incorrer em perdas sucessivas. Em casos extremos, até mesmo precisar contar com novas injeções de liquidez por parte do Tesouro e/ou acionistas.

Uma recorrente fonte de resultados negativos no balanço da instituição monetária diz respeito aos movimentos de apreciação da moeda doméstica. Como mostrado na figura 2, o BC possui um montante de reservas internacionais em seu ativo financeiro que estão, em sua maior parte, convertidas em dólares. Quando em sucessivos períodos de valorização da moeda doméstica em relação ao dólar, as reservas internacionais e, portanto, o ativo do BC desvaloriza quando auferido em unidades de moeda doméstica. Archer e Moser-Boehm (2013) sustentam que a variação cambial não é tão significativa nos resultados dos BC's de países desenvolvidos, mas que são o principal fator dos resultados dos BC's de países em desenvolvimento devido a volatilidade do câmbio destes países.

Se os resultados do BC forem compartilhados com o Tesouro⁷, sucessivos resultados negativos podem implicar em deterioração do PL e novas injeções de liquidez do Tesouro no BC. Segundo o argumento apresentado, a depender das causas destes resultados, isto poderia converter-se em redução da força financeira do BC. Em outras palavras, a autoridade monetária encontraria maiores dificuldades na condução da política monetária. O argumento da força financeira sugere que o mercado interpretaria o balanço financeiro do BC da mesma forma que interpreta o balanço financeiro de um banco privado, em que a deterioração do PL colocaria em dúvida a solvência desta instituição. Diferente de um banco privado, o argumento não é de que faltará dinheiro para pagar seus compromissos, mas que o dinheiro recebido pelos compromissos assumidos terá seu valor real reduzido. Em última análise, o temor é inflacionário, como ressaltam Archer e Moser-Boehm (2013, p.58): *“The [central]Bank would become insolvent unless it created even more money to finance those interest payments, and that would lead ultimately to uncontrolled inflation”*. Constatase

⁷ Robinson e Stella (1993) defende que o resultado negativo oriundo da apreciação cambial seja compartilhado com o Tesouro no sentido de abater a dívida (priorizando aquela de posse do BC). Pois, o acúmulo de reservas exigiu, em outro momento, um aumento do nível de dívida para esterilizar o papel moeda injetado pelo influxo de dólares na economia. Portanto, é recomendável que a valorização deste ativo seja utilizado para reduzir o estoque da dívida por ele outrora gerado. Dalton e Dziobek (2005) também argumentam que o compartilhamento de resultado entre Tesouro e BC está de acordo com a melhor prática destas autoridades.

então, o pressuposto dos autores de que a inflação seria um fenômeno puramente monetário, em que dada a neutralidade da moeda, toda emissão monetária⁸ seria convertida em inflação.

Ao distinguir o BC dos bancos comerciais, Macedo e Silva (2016, p.10) aponta que:

O portfólio do Banco Central é como nenhum outro. Só o Banco Central salda suas aquisições com a emissão de um passivo de produção gratuita, não remunerado e irredimível, por ser imediatamente reconhecido pelos agentes como a expressão definitiva do poder de compra. Detendo o monopólio da emissão de moeda estatal, a autoridade monetária é ‘inquebrável’ se a moeda que emite tem aceitação internacional; e se não for o caso (como na maioria dos países), será igualmente ‘inquebrável’ enquanto não tiver passivo líquido denominado em moedas externas, as quais, obviamente, é incapaz de emitir.

Se por um lado as restrições teóricas para gastos em moedas domésticas são nulas, por outro Caruana (2013), Macedo e Silva (2016), Archer e Moser-Boehm (2013) e Viana (2019) argumentam a existência de uma restrição imposta pelo “engano” do mercado. Tal “engano” viria do fato do balanço do BC ser analisado sob a métrica de uma instituição privada, em que baixos níveis de PL seriam indesejáveis. Caruana (2013) sugere que a reprovação do mercado por tais resultados, poderia reduzir a força financeira do BC em questão. Se prolongados por tempo suficiente, os resultados negativos reduziriam o PL da instituição monetária de forma que a prática de suas funções requereria injeções de liquidez pelo tesouro. Do ponto de vista dos autores mencionados, este financiamento do ente monetário pelo ente fiscal colocaria um viés inflacionário e/ou prejudicaria a percepção independência do BC pelo mercado financeiro. Neste contexto, mesmo que a busca por lucros não componha sua lista de objetivos, o BC poderia ser impelido a priorizar a melhora de seu PL, através de resultados positivos, em detrimento de seus objetivos pré-estabelecidos ou mesmo do nível de atividade da economia.

Quando a atenção se vira para o nível adequado de capital a ser mantido no PL, a resposta fornecida no texto da Secretaria Nacional do Tesouro brasileiro (STN, 2013, p.12) é bem representativa do debate inconclusivo:

A determinação do nível de capital requer uma avaliação dos riscos que o BC enfrenta, tanto em termos do tamanho dessas perdas quanto da probabilidade de sua ocorrência. Com isso, as questões que envolvem o estabelecimento de um capital de risco para os BC's são complexas e difíceis, pois significa avaliar suas funções, o nível de desenvolvimento econômico, a estabilidade do sistema financeiro, as perspectivas acerca de eventos adversos que afetam o setor financeiro, a taxa de câmbio e o nível de inflação. Assim, não há nenhuma resposta definitiva sobre o

⁸ Abstraindo um pequeno espaço que o Governo conta para praticar “senhoriagem”.

nível adequado de capital. Também não existem metodologias claras desenvolvidas para determinar tal nível.

Mesmo sem determinar quais seriam os níveis críticos de capital, a influência do mercado sobre a condução da política monetária parece ser um consenso entre boa parte dos autores citados acima. O mecanismo de transmissão responsável por ligar baixos níveis de PL com dificuldade na condução da política monetária seria o “canal das expectativas”, capaz de impactar: 1) A credibilidade da independência do BC; 2) a confiança na moeda doméstica e; 3) a condição de rolagem da dívida doméstica. Conforme STN (2013, p.9):

[...]Esse ponto não é consensual porque mesmo que a autoridade monetária não tenha como objetivo a maximização do resultado positivo, uma contínua erosão de seu patrimônio líquido pode trazer dúvidas quanto à credibilidade e à independência do BC, à confiança na moeda doméstica e às condições de rolagem da dívida soberana, criando dificuldades para a condução da política monetária. Dito de outra forma, há a preocupação de que uma posição financeira negativa de um BC possa tornar-se uma restrição ao cumprimento de seu mandato sobre a inflação e outras responsabilidades.

As seções a seguir irão explorar detalhadamente cada impacto deste mecanismo de transmissão e analisar sua influência na condução da política monetária.

3. Credibilidade quanto a independência do Banco Central.

Dentre os três fatores pelos quais se dá o canal de transmissão das expectativas, começaremos pelo argumento da credibilidade quanto a Independência do BC (IBC). O canal de transmissão seria de que o resultado persistentemente negativo exigiria aportes sucessivos do Tesouro. De maneira tanto quanto nebulosa, é argumentado que estes aportes fiscais reduziram a credibilidade que o Mercado deposita na IBC, dificultando a condução da política monetária (STN, 2013). A cada novo aporte, o mercado passaria a desconfiar da capacidade do BC perseguir seus objetivos de forma independente do Tesouro, isto é, teria sua força financeira reduzida. Muitas vezes este argumento é tomado como senso comum sem que seu mecanismo seja questionado e sequer detalhado. Neste trabalho, adotaremos dois contra-argumentos para questionar este fator. O primeiro é quanto ao significado da IBC e o segundo é sobre quanto que os atuais BC's são independentes *de jure* e *de facto*.

A tese de IBC surge como corolário do modelo monetarista do tipo II (SNOWDON e VANE, 2005). Ao injetar moeda não antecipada pelos agentes, a autoridade monetária poderia usufruir politicamente de uma redução temporária do desemprego, mas com efeito de elevação permanente do nível de preços. Isto é, dado um choque monetário não esperado, o agente interpretará o aumento da demanda como aumento da demanda relativa por sua produção, ofertando mais postos de trabalho

no curto prazo. Entretanto, tão logo este agente perceba se tratar de um aumento da demanda absoluta devido ao choque monetário, ajustará seu preço e a oferta de emprego voltará ao nível compatível com o produto natural (LUCAS, 1973).

Com a contribuição de Lucas (1973), temos que a moeda não antecipada pode ter efeito sobre variáveis reais no curto prazo, mas que no longo prazo, as informações são corrigidas e a moeda volta a ser neutra. De acordo com este arcabouço, apenas um anúncio crível da autoridade monetária de que perseguirá meta zero de inflação, já seria suficiente para os agentes -dotados de expectativas racionais- ajustarem seus preços imediatamente. Um BC que esteja influenciado por interesses políticos terá como estratégia dominante não cumprir o anúncio e explorar o *trade-off* de Phillips no curto prazo. Por isso, a importância de um BC independente dos interesses políticos e capaz de seguir apenas os objetivos monetários. Pois, tal BC teria maior credibilidade e maior capacidade de afetar as expectativas dos agentes.

A este ponto, vale notar que ao partimos da não neutralidade da moeda nem no curto nem no longo prazo - como Keynes (1936) fez- o arcabouço teórico do qual a IBC provém não se sustenta. Se aceitarmos que diante de incerteza forte, o agente pode escolher reter moeda em seu portfólio e, ainda aceitarmos que a moeda possui a característica única de elasticidade substituição e produção nula ou desprezível, não há razões para que a moeda seja neutra nem no curto nem no longo prazo. Em outras palavras, a decisão de não consumo do agente que opta por reter moeda não está necessariamente ligada à posterior decisão de consumo, de tal forma que a moeda que deixa a circulação industrial para a circulação financeira, afeta definitivamente as decisões privadas e o produto (DAVIDSON, 1972). Isto já seria suficiente para colocar em xeque a teoria monetarista.

Ademais, se rompermos com a neutralidade da moeda temos que nem toda expansão monetária é inflacionária, podendo afetar também variáveis reais. Deste ponto de vista, a atuação da autoridade monetária na gestão de liquidez é de extrema importância para a manutenção do fluxo de pagamentos e do investimento. De tal forma que quando combinada corretamente com a atuação fiscal é capaz de ajudar a política econômica conduzir a economia para um nível de emprego maior. Logo, não é correto e nem desejável argumentar que o BC não deve ter o nível de emprego como um de seus objetivos, nem que para isto tenha que coordenar sua atividade com o ente fiscal. E se assim o fizer, não implica necessariamente em inflação.

Outro ponto importante de notar, diz respeito à mencionada coordenação entre o ente monetário e fiscal. Por mais que a escola novo-clássica clame pela IBC como a melhor forma de condução monetária – embora este pensamento reflita na legislação de muitos BC's ao redor do mundo-, isto não significa que as ações do Tesouro não afetam diretamente as ações do BC, desde que este tenha acesso aos títulos do Tesouro via mercado primário e/ou secundário. Como

mencionado na seção anterior, o compartilhamento de uma conta corrente entre o ente fiscal e monetário é compatível com uma boa gestão dos recursos públicos, de tal forma que este compartilhamento requer algum nível de interação entre estas organizações. Em períodos nos quais o Tesouro gastar um volume maior do que o volume de recursos arrecadados, a rubrica CUT (no passivo do BC) sofrerá uma redução que precisará ser compensada por alguma outra conta. Logo, as atuações do Tesouro possuem impacto direto e constante no balanço e na atuação do BC.

Caso esta mencionada compensação ocorra via passivo monetário, o BC precisará de acesso ao mercado de títulos a fim de cumprir suas metas de curto prazo. A partir da análise de balanços, é possível notar que em períodos em que a CUT seja mais debitada do que creditada, significa que a conta do setor privado foi mais creditada do que debitada, isto é, o nível de reservas bancárias encontra-se em patamar maior do que no início deste período em análise. Supondo que o mercado interbancário já estava praticando uma taxa *overnight* compatível com a meta do BC no início do período, o excesso de reservas injetado engendrará uma pressão baixista na taxa de negociação interbancária. Basta que o BC esteja comprometido com sua meta de juros para que este atue imediatamente no sentido de “enxugar” o excesso de liquidez nas reservas bancárias através da venda de títulos públicos ou operações compromissadas de revenda. Isto é, por mais que o BC seja independente *de jure* em relação ao Tesouro, basta que ele tenha acesso ao mercado (primário e/ou secundário) para que não o seja *de facto* (WRAY, 2015).

Portanto, diante dos argumentos expostos não importa o grau de independência que o mercado credite ao BC, a atuação deste não pode ser afetada por este grau. Ainda que as hipóteses heurísticas do modelo novo-clássico (o qual embasa teoricamente a tese de IBC) sejam aceitas, o grau de independência que o mercado imputa ao BC não é capaz de afetar o fato das ações do Tesouro terem impacto direto sobre o seu passivo, dado que ali se encontra a CUT. Cabe reforçar que, como argumentado na seção anterior, a literatura sugere que a manutenção desta conta é totalmente compatível com a melhor gestão dos recursos do Tesouro. Para além da operacionalidade, se rompermos com a hipótese da neutralidade da moeda, a tese de IBC é teoricamente insustentável. Ou seja, em uma economia em que os agentes retêm moeda perante incerteza, o BC deve guiar seu comportamento de forma a tentar atingir a sintonia fina entre estabilidade financeira, pleno emprego e inflação a despeito de qualquer regra previamente estabelecida.

4. Confiança na Moeda Doméstica.

Quando os textos se referem à deterioração das expectativas afetando a confiança na moeda doméstica, raras vezes mencionam o arcabouço teórico que estão utilizando para referir-se à “confiança na moeda”. O argumento que parece embasar esta tese, é de que o PL negativo poderia engendrar um movimento de fuga da moeda doméstica para outros ativos. No entanto, para entender

a quebra na confiança na moeda, faz-se necessário compreender os fatores que a conferem confiança. Utilizando o arcabouço da escola institucionalista teríamos que o item a ascender como moeda em meio a tantas opções, será aquele em que os agentes convencionarem como representante geral da unidade de conta. Um representante que será aceito por cada agente sob a crença de que os outros agentes também o aceitarão (ORLÉAN, 2007).

O conceito de moeda como convenção advém do fato dos agentes necessitarem de um numerário que os permitam calcular as receitas de sua produção e o custo de seus insumos com base na sua posição relativa no mercado que está inserido (ORLÉAN, 2007). Isto é, o produtor de carros não pode calcular sua rentabilidade em termos de carros produzidos, se estes produtos não o permitirão obter os bens de consumo que desejar. A economia de mercado requer que este produtor de carros afigure sua riqueza em termos dos bens desejados pelo produtor da mercadoria que ele deseja adquirir com a venda de carros. Ato contínuo, na ausência de moeda pré-existente (ou perante a descrença na moeda atual), os produtores tentariam determinar qual mercadoria os demais produtores utilizariam para medir o valor da sua produção. No agregado, quando todos os produtores reproduzem esse jogo de adivinhação, perante o conflito para determinar o equivalente geral da economia, surgiria uma mercadoria comumente aceita naquele mercado, isto é, a moeda (DEQUECH, 2013, p.256).

Dentre os aspectos que concedem confiança à moeda escolhida, teríamos: 1) a “confiança metódica”; 2) a “confiança hierárquica” e; 3) a “confiança ética” (ORLÉAN, 2007, p.5). Por “confiança metódica” Orlean (2007) refere-se à confiança obtida através da repetição de determinado comportamento, que ao ser adotado seguidamente pode-se tornar um hábito e reduzir a percepção de incerteza do agente que passa a atribuir maior grau de confiança. A “confiança hierárquica” seria aquela conquistada pela garantia de um ente hierarquicamente superior. Já a confiança ética seria oriunda da adesão a objetivos coletivos, ou seja, quando os agentes compartilham a crença de que todos têm o mesmo objetivo, aumenta-se o grau de confiança sobre a decisão que envolva tal objetivo. A visão institucionalista sustenta que a moeda emerge, dentre tantos outros objetos candidatos ao posto, ao combinar o compartilhamento destas três confianças entre os agentes.

Dito isto, a moeda emergiria como fruto de conflito entre os interesses dos agentes para eleger qual “mercadoria” funcionaria como métrica de “valor abstrato”. Nesse ponto, a confiança hierárquica que os agentes depositam sobre o Estado impactaria fortemente a influência deste na decisão dos agentes. Durante o processo de ascensão de uma mercadoria ao posto de “moeda”, cada agente buscaria influenciar a posição dos demais agentes conforme seus interesses. Neste ponto, o Estado exerceria influência no processo decisório através do seu poder de conceder “confiança hierárquica” à mercadoria, além de gerir os conflitos de acordo com seus interesses (ORLÉAN, 2007, p.8). Em suma, o Estado agiria como se fosse um agente com poder de influenciar fortemente a

opinião média dos demais, guiando as decisões. Ainda é possível avançar na interpretação de Orléan quando este parece sugerir que maior será a capacidade do Estado em influenciar a escolha dos agentes, quanto maior for sua soberania⁹: “*Par ailleurs, pour ajouter encore à la complexité du rapport de captation, il ne faut pas perdre de vue que l’État lui-même trouve, dans ce processus de constitution de la monnaie, de nouvelles ressources, symboliques, politiques et économiques, grâce auxquelles sa souveraineté est affermie*” (ibidem, p.8).

Se o Estado é capaz de determinar por lei a unidade de conta, ao cobrar impostos na moeda por ele emitida, a sinalização da mercadoria que será aceita como equivalente geral já está dada. Quando o Estado estabelece a mercadoria nos quais os impostos serão arrecadados, ele está gerando um motivo comum para os agentes aceitarem esta mercadoria em troca de sua produção, uma vez que todos possuem dívidas a serem saldadas nesta mercadoria. Cada agente aceitará a moeda doméstica tão logo acredite que os demais agentes também a aceitarão como meio de troca. Até que em última instância, todos aceitarão esta mercadoria como “moeda”, pois ela é a única capaz de liquidar os impostos devidos ao Estado (WRAY, 2004). Diante desta abordagem, tomando o caso de uma economia fechada e com moeda soberana¹⁰, o PL negativo do BC não é capaz de afetar nenhum dos fatores que conferem confiança à moeda doméstica.

Ademais, é importante retomar a ideia de Keynes (1936) sobre uma das principais características da moeda, qual seja: Elasticidade substituição nula ou desprezível. Isto é, nenhum outro ativo é capaz de exercer a função de moeda em uma economia monetária da produção¹¹. Com isto, é possível notar que para sugerir a quebra na confiança na moeda em uma economia fechada, é necessário estar utilizando um modelo teórico em que: 1) qualquer mercadoria pode assumir o posto de moeda; 2) o Estado não é capaz de influenciar a esta escolha e; 3) a moeda é um simples facilitador de trocas e com elasticidade substituição diferente de zero. Em outras palavras, é necessário estar assumindo um arcabouço que embora pertença ao mainstream corrente da teoria monetária, não parece estar teoricamente consistente. Para uma economia sem restrições externas, a única forma do PL gerar desconfiança na moeda doméstica seria através da assunção de hipóteses heurística em que a moeda seria um bem maximizador de utilidade e substituível como qualquer outro.

Porém, ao acrescentarmos o setor externo à nossa análise, parece plausível o argumento de que a perda de confiança na moeda doméstica possibilite uma fuga de capital. Se considerarmos esta

⁹ Aqui Governo com moeda soberana é aquele capaz de tributar e gastar na moeda por ele emitida. Governo soberano gasta creditando a conta dos bancos comerciais. Nas palavras de Kelton [Bell] e Wray (2009, p.2) “*A sovereign government spends by crediting bank accounts and taxes by debiting those accounts*”.

¹⁰ Seria possível estender esta interpretação para economias que possuem moeda soberana e não enfrentam regularmente restrições na Balança de Pagamentos (Como Japão, Reino Unido e EUA, por exemplo).

¹¹ Uma economia monetária da produção contrasta com a economia de trocas. Enquanto nesta as mercadorias são trocadas entre si e o dinheiro funciona como mero facilitador destas trocas, naquela o dinheiro é o objetivo final da produção (KEYNES, 1973[1933]).

hipótese, o mecanismo de transmissão partiria da deterioração do PL do BC reduzindo a percepção de força financeira por parte do mercado que, por sua vez, decidiria realocar a parte de seu portfólio que está alocado em moeda doméstica para moeda estrangeira. Trocando em miúdos, haveria fuga de capital. Nesta situação, efetivamente o BC teria dificuldades de perseguir seus objetivos e seria obrigado a atentar-se para o processo de desvalorização de sua divisa. Apesar de parecer plausível à primeira vista, este argumento está assumindo que o PL do BC é um determinante importante dos fluxos de capital de um país.

Um contra-argumento à esta assunção está relacionado aos determinantes da conta de capital que, muitas vezes, não estão sob o controle das autoridades domésticas. Se estamos falando de uma economia desenvolvida, o montante de capital internacional disposto a migrar entre países não é significativo para impor restrição à autoridade monetária. Por outro lado, quando se trata de economias em desenvolvimento, há o debate entre “*push*” e “*pull factors*”¹². Calvo, Leiderman & Heinhart (1996) assim como Aidar e Braga (2019), Rosa (2016) e Biancarelli (2010) através de trabalhos teóricos e testes empíricos apresentam fortes evidências de que o fluxo de capitais em economias emergentes, em especial no caso Brasileiro, são explicados predominantemente por fatores externos (*push factors*). Para Rosa (2016) e Biancarelli (2010), o ciclo de liquidez internacional é o principal determinante do destino destes fluxos de capitais. Em contextos de baixa taxa de juros internacional, refletindo uma baixa preferência pela liquidez, os investidores internacionais tendem a ter um maior apetite ao risco convertido em busca por rentabilidade em moedas periféricas no sistema monetário internacional (PRATES, 2002). Esta busca por rentabilidade culminará em influxo de capital em países emergentes que mantenham um diferencial de juros internacional.

Por outro lado, quando a percepção de incerteza aumenta diante de algum fenômeno exógeno ao país emergente, o ciclo de liquidez deixa de ser caracterizado por um apetite ao risco e passa a ser de “fuga para qualidade”. Nesta fase, economias emergentes tendem a apresentar um massivo fluxo de saída de capital e desvalorização de sua divisa, ao passo que as economias desenvolvidas apresentam o movimento oposto. Independente dos fatores internos, o capital internacional valorizará a liquidez que as divisas das economias desenvolvidas podem propiciar. Flassbeck (2001) argumenta que o movimento cíclico do capital durante períodos de “fuga para qualidade” pode efetivamente impor algumas restrições monetárias ao país do qual o capital está migrando. O importante a se destacar é que mesmo no caso de restrição de política monetária devido a fuga de capital, o PL do BC pode ser extremamente positivo e a percepção de força financeira pode estar em níveis elevados sem que o capital deixe de migrar para os países de divisas conversíveis no sistema monetário internacional.

¹² Para aprofundamento no debate ver Koepke (2015) e Weiss (2014).

Ainda que por mero exercício teórico suponhamos que o PL negativo seja o determinante da fuga para moeda estrangeira, tudo o mais constante, haveria um sistema de compensação do PL. Tão logo o PL negativo “reduzisse” a confiança na moeda doméstica e provocasse uma fuga de capital, tudo o mais constante, seria de se esperar uma desvalorização da divisa doméstica e, conseqüentemente, resultados positivos oriundos da valorização das reservas internacionais alocadas no lado do Ativo do BC. Ou seja, a própria fuga de capital reequilibraria o PL sem que o BC tivesse que alterar suas metas. Nesta conjuntura, o único limitante seria a taxa de câmbio fixa, isto é, desde que o BC não tenha uma meta de taxa de câmbio nominal, o PL negativo não alteraria as demais metas. Caso o BC tenha uma meta fixa de câmbio, então concluiríamos que a desconfiança não é sobre a moeda doméstica, mas sobre a meta cambial adotada.

Portanto, a confiança na moeda doméstica também parece ter impactos modestos ou nulos sobre a atuação da autoridade monetária. O primeiro ponto é que para economias em que não há restrição externa, a confiança na moeda doméstica é garantida pelo Estado através da cobrança de impostos. Como abordado acima, ao estabelecer a mercadoria na qual os impostos devem ser pagos, o Estado, na figura de ente hierárquico superior, determina qual mercadoria será representante da unidade de conta. Uma vez determinada esta mercadoria, ela terá a característica única de elasticidade substituição nula ou desprezível. Para economias em desenvolvimento, as quais devem evitar fugas de capital, empiricamente constatou-se que fatores externos são os principais determinantes do fluxo de capital. Trabalhos empíricos como Aidar e Braga (2019), Rosa (2016) e Biancarelli (2010) apresentam evidências de que o capital que migra “de” ou “para” estes países estão seguindo um ciclo internacional de liquidez, independente do volume do PL do BC de cada país. Conclui-se, portanto, que não há evidências suficientes para sugerir que o PL negativo seja fator determinante para afetar o grau de confiança na moeda perante os demais ativos domésticos e tão pouco para afetar o fluxo de capital internacional.

5. Dificuldade na rolagem da dívida doméstica.

A dificuldade na rolagem da dívida doméstica é o terceiro fator pelo qual o canal das expectativas seria capaz de exercer influência sobre a atuação da autoridade monetária (STN, 2013). A rolagem da dívida consiste em estender o prazo de vencimento do título em questão. A dificuldade em rolar a dívida consistiria na assunção de que o setor privado, ao ter suas expectativas deterioradas por um nível “não aceitável” de PL do BC, recusaria ou imporá restrições na compra dos títulos de dívida pública doméstica emitidos pelo Tesouro para substituir os que estão vencendo. Na prática, este argumento requer que o Tesouro encontre dificuldades para emitir títulos com a finalidade de substituir os que estão vencendo. Para que este argumento encontre respaldos empíricos,

o Tesouro teria que ter sua oferta de títulos “fracassada”¹³ e/ou só conseguir emitir com uma taxa de juros maior. No primeiro caso, a rolagem da dívida seria interrompida no mesmo montante do excesso de oferta. Já no segundo caso, o Tesouro só conseguiria emitir sob a condição de ter a inclinação da curva de rendimentos dos títulos públicos alterada.

Para entender como se dá a rolagem da dívida, é necessário explorar o processo pelo qual esta ocorre. A Secretaria do Tesouro Nacional do Brasil (2013, p.23) esclarece¹⁴:

O resgate dos títulos, na prática, consiste dos seguintes passos: (1) o MF paga em dinheiro o valor devido pelo título que venceu; (2) o MF emite novo título em mercado para arrecadar os recursos necessários para cobrir o pagamento do título que venceu; (3) para reequilibrar a liquidez do mercado monetário, que foi reduzida como reflexo do passo (2), usualmente o BC compra títulos públicos em mercado. Ou seja, na prática o título que venceu foi substituído indiretamente por um novo título na carteira do BC.

A alternativa seria simplesmente abrir um leilão exclusivo de títulos do TN para o BC trocar os que venceram por outros com maior prazo de maturidade. Isto evitaria interferências na gestão de liquidez do BC, porém tal operação é proibida por lei em alguns países.

Para que a primeira opção ocorra sem obstáculos, basta que o BC tenha acesso ao mercado secundário de títulos públicos. Na maioria dos países com moeda soberana este é o caso. Já em países pertencentes à zona do Euro, sem soberania monetária, o processo torna-se mais difícil a medida em que o Banco Central Europeu (BCE) não se compromete a reter títulos da dívida pública em seu portfólio¹⁵. Contudo, em casos de países com soberania monetária, é possível notar que o primeiro passo seria o crédito na conta do detentor do título a vencer. Uma vez da posse deste crédito, o sistema bancário ver-se-á com excesso de reservas bancárias a serem aplicadas ou mantidas na forma de moeda. Supondo que o sistema bancário já encontrava-se com o nível de reservas compatível com a meta de juros do BC, o atual excesso de liquidez pressionará a taxa interbancária para patamares inferiores ao que autoridade monetária definiu como meta. Logo, a venda de títulos com prazos de maturidade maiores não seria para “financiar” o gasto já realizado, mas para manter o equilíbrio fino

¹³ No jargão do mercado financeiro, costuma-se denominar ofertas “fracassadas” as ofertas de títulos públicos que não são demandadas pelo mercado. O termo “fracassado” parece expressar um juízo de valor, em que o “sucesso” seria a venda completa da oferta. O que este termo parece não captar, são as conjunturas que circundam a oferta pública de títulos. Um entendimento imparcial desta escassez de demanda seria o de que foi o Tesouro que escolheu não vender os títulos sob as circunstâncias postas, sem que necessariamente esta atitude implique em “fracasso”.

¹⁴ No relatório elaborado, “MF” é utilizado como sigla para “Ministério da Fazenda”, ente fiscal responsável pela gestão dos títulos da dívida pública, equivalente ao que estamos chamando de “Tesouro”.

¹⁵ Em meio a maior crise financeira da história da zona do euro, o BCE passou a comprar alguns títulos da dívida pública dos países integrantes da união monetária a fim de evitar problemas mais graves de liquidez. Mas, cabe ressaltar que foi medida não tradicional para esta instituição.

de liquidez no sistema bancário. Em outras palavras, os títulos funcionam como instrumento de política monetária para que o BC cumpra a meta de juros.

Desta constatação, temos que o setor privado já recebeu o dinheiro pela posse do título vencido e cabe a ele decidir a melhor forma de alocação deste recurso líquido. Dada sua preferência pela liquidez, podemos sintetizar em cinco, as opções para alocar a riqueza líquida recebida pelo vencimento do título, são elas: 1) reter esta riqueza em forma líquida, ou seja, em moeda; 2) reter esta riqueza em forma ilíquida, ou seja, bens de capital; 3) aplicar em dívida privada; 4) fuga para ativos estrangeiros, isto é, divisas internacionais e/ou 5) recompra de títulos públicos. Vale notar que somente neste último caso é que a rolagem da dívida dar-se-á por completo. Não há motivos para que o agente escolha apenas uma das opções acima, é possível que ele aloque o montante recebido pelo título que venceu em mais de uma das formas de reserva de valor. A seguir, exploraremos cada uma destas opções e o que elas significam.

As alternativas (1) e (2) podem ser tratadas conjuntamente, uma vez que ambas implicam uma mudança na preferência pela liquidez do setor privado. Isto é, a riqueza que antes estava aplicada em dívida pública migraria para moeda ou bens de capital. Perante incerteza fundamental, os agentes estabelecem graus de confiança para suas expectativas. Quanto menor for o grau de confiança para expectativas positivas ou quanto maior for o grau de confiança em expectativas negativas, maior será o volume da riqueza que o agente optará por manter na forma mais líquida possível. A liquidez é uma característica intrínseca de cada ativo que é dada pela capacidade deste ativo em metamorfosear-se em outra mercadoria no menor espaço de tempo e com a menor perda possível de valor. Com isto, temos que a liquidez é uma questão de grau e, apesar da impossibilidade de mensuração cardinal, é possível ordenar os ativos em graus de liquidez. Em um extremo temos que a moeda é a liquidez por excelência, enquanto no outro extremo, temos que os bens de capital possuem baixíssima liquidez (KEYNES, 1936).

Se o setor privado decide reter o valor recebido pelo título vencido na forma de moeda, significa que sua preferência pela liquidez mudou. Neste cenário, os agentes estão diante de uma perspectiva menos positiva do que estavam no momento anterior e o PL do BC não será determinante para mudar a conjuntura. A ferramenta mais aconselhada em circunstâncias como esta, seria o gasto público. Este impulsionará a demanda privada a ponto de melhorar o ambiente econômico e estimular gastos privados. Se utilizarmos o princípio de demanda efetiva, temos que o gasto público ampliará a demanda privada ao injetar renda na economia e poderá estimular o empresário a tomar a decisão de investir tão logo este se depare com aumento da demanda pelo seu produto. Do ponto de vista de política monetária, isto equivale a dizer que com o maior patamar de preferência pela liquidez maior será o nível de passivo monetário exigido para manter a taxa de juros no patamar atual. Ou seja, para

cumprir sua meta de juros, o BC escolherá não vender o título ofertado (no jargão do mercado, a oferta será “fracassada”) sem que isso afete seus objetivos pré-estabelecidos. Caso o BC opte por vender volume de títulos equivalente ao vencido, só o fará com uma taxa de juros maior, neste caso, é uma opção do BC alterar sua meta de juros. É importante notar que seja no caso de manter a meta de juros e vender menos títulos ou no caso de alterar a meta, o BC não terá dificuldades para atingir o seu objetivo.

Caso o setor privado decida por alocar sua riqueza em bens de capital, isto também significa mudança da preferência pela liquidez. No exato oposto ao exemplo anterior, a circunstância econômica mudou de alguma forma que os agentes estão com expectativas mais positivas em relação à demanda futura. Neste cenário, a riqueza que antes estava alocada em títulos públicos irá ser usada para comprar bens de capital. Se o BC não quiser alterar sua meta de juros, a mudança na preferência pela liquidez exigirá que menos títulos sejam retidos pelo setor privado. Isto significa dizer que o BC optará por não vender todos os títulos ofertados nesta conjuntura, mas ainda assim atingirá sua meta de juros, pois a este novo nível de preferência pela liquidez o mercado desejará reter menos títulos. É importante ressaltar que o PL do BC não é capaz de alterar a preferência pela liquidez dos agentes privados. Esta é uma variável estrutural que leva tempo para alterar. Do ponto de vista do agente privado, seria inviável realocar seu portfólio para cada variação do PL do BC.

Alternativamente, o agente poderia aplicar sua riqueza líquida em títulos da dívida privada através de uma instituição financeira. Mas, esta alternativa parece pouco provável já que o cenário imaginado é de baixo PL e desconfiança da capacidade do BC em exercer suas funções, dentre as quais está prestador de última instância. Isto é, se o mercado está desconfiando da solvência do BC, por que aplicaria seu capital em uma instituição privada que tem justamente o BC como seu garantidor? Em tal contexto, está pressuposto o risco do agente privado necessitar da ajuda do BC, logo não há razões para utilizar o capital resgatado do título público para investir no agente que está em risco de insolvência. Isto é, mesmo que os agentes privados acreditem que o risco de se investir em títulos públicos aumentou, este continua sendo o de menor risco em toda economia, de tal forma que o argumento de substituição de títulos públicos por privados devido ao medo de solvência do devedor (neste caso: BC) é pouco realista. Em última instância, os investidores sabem que o risco do devedor dar calote em uma dívida denominada na moeda por ele emitida é nulo. Além do mais, o ponto mais importante deste argumento é que usar o recurso resgatado dos títulos públicos para comprar dívida privada só trocará o ativo líquido de mãos, de tal forma que no agregado, o setor privado permanecerá com o excedente líquido a ser alocado.

A quarta alternativa refere-se à fuga para ativos estrangeiros. O argumento sugere que investidor compararia o PL de diferentes BC's para decidir onde aplicar seu capital. No entanto, como

já argumentado, a alocação de portfólio em moeda estrangeira parece está mais ligada aos “*push factors*” do que aos “*pull factors*”. De fato, a fuga de capital seria um condicionante da política monetária em economias em desenvolvimento como afirmam De Conti et al. (2014). Mas o ponto é que esta fuga não seria provocada pelo nível do PL, seja ele qual for. Ademais, é mais comum que em períodos de “apetite ao risco” o PL do BC tenha níveis reduzidos devido à valorização cambial deteriorando os resultados da autoridade monetária.

Diante das opções até então apresentadas, a alternativa mais provável seria comprar títulos públicos de maior maturidade. Esta alternativa não envolve nenhuma mudança no nível de preferência pela liquidez e tão poucas alterações no ciclo internacional de liquidez. Mesmo com o PL em baixo nível, ou até mesmo negativo, os títulos públicos são os ativos de menor risco que remuneram os agentes dispostos a abrir mão da liquidez por uma dada remuneração. Isto é, dada a preferência pela liquidez constante, a alternativa mais viável seria alocar os recursos recebidos pelos títulos públicos vencidos em títulos públicos de maior maturidade. Neste caso, a rolagem da dívida estaria mantida sem maiores dificuldades.

Jorge e Bastos (2019) analisam os leilões do título da dívida pública brasileira e encontram dados que sustentam a capacidade do Governo brasileiro em rolar a dívida pública independente dos fatores internos e externos. A partir dos dados estudados para o Brasil entre 2000 e 2017, o texto não encontra evidências de que a parcela dos títulos públicos ofertada pelo tesouro e demandada pelo mercado tenha sido afetada pelo tamanho da dívida ou tenha afetado a taxa básica de juros. Do ponto de vista dos fatores externos, as mudanças negativas do nível de *rating* pelas agências de riscos afetam apenas a composição da oferta de títulos (entre pré e pós fixados) e transitoriamente a taxa de juros destes títulos, de tal forma que no médio prazo estas seguem a trajetória da SELIC, determinada exógenamente pelo BC (JORGE e BASTOS, 2019, p.23). Isto é, empiricamente não há evidências de que o BC brasileiro teve que aceitar alterações indesejadas na inclinação ou no nível da taxa de juros.

Tymoigne (2014, p.658) aponta que no caso americano o Tesouro e o BC atuam como uma única instituição com a capacidade de, através da determinação da taxa básica de juros, determinar o nível e a inclinação da curva dos títulos sem maiores dificuldades. O autor apresenta evidências de que mesmo se não puder atuar no mercado primário, a atuação do BC no mercado secundário já é suficiente para garantir que os títulos da dívida sejam todos negociados à taxa de juros desejada. Além do mais, a porcentagem de títulos do tesouro retida pelo BC em períodos de turbulências econômicas apresenta queda, sugerindo que justamente nestes períodos em que o PL deveria estar em menores patamares, é quando o Governo encontra maior demanda privada pelos seus títulos. Se o Governo não tiver problemas para emitir novos títulos, de acordo com o mecanismo de rolagem descrito no início desta seção, ele não terá problemas para aumentar a maturidade dos títulos vencidos.

Por fim, com algumas variações a depender das institucionalidades, podemos argumentar de maneira geral que não há como a deterioração das expectativas dificultar a rolagem da dívida. A dificuldade de rolagem da dívida seria a exceção e não a regra. Esta “dificuldade” só ocorreria quando os agentes alterassem sua preferência pela liquidez ou quando houvesse alterações no ciclo internacional de liquidez, ambos casos não relacionados com a “força financeira” da autoridade monetária. Ou seja, o PL do BC teria impacto nulo ou negligenciável sobre a rolagem da dívida doméstica, uma vez que mesmo em períodos em que este resultado é deteriorado, a demanda por ativos remunerados de baixo risco costuma subir. Dentre a gama de ativos com esta característica, os títulos da dívida pública se destacam e a demanda por estes não costuma ser um empecilho para o BC continuar seguindo seus objetivos. Cabe ressaltar que mesmo que ocorra esta “dificuldade”, ela estaria relacionada com a recusa do BC em vender títulos sob as taxas requeridas pelo mercado e não com a incapacidade deste em cumprir seus objetivos.

6. Considerações Finais.

A escassez de trabalhos e discussões sobre a relação entre Tesouro e BC não reflete a importância do tema. O debate existente está permeado de juízos de valores e carente de tratamento teórico que se disponha a estudar os mecanismos de transmissão. Sob o argumento de que haveria uma relação “incestuosa” entre BC e Tesouro reflete-se o juízo de valor, condenando sem qualquer mensuração de custos, o compartilhamento de recursos, mesmo que estes sejam usados com fins de estabilizar a economia. Por mais disseminada que seja a percepção de que o BC sempre poderá pagar a dívida negociada na moeda que emite, não raro, o argumento de que o “mercado” não compartilharia desta percepção é utilizado para argumentar que o BC deve agir “como se” fosse quebrar.

Há um argumento recorrente de que o medo da “falência” da autoridade monetária seria capaz de deteriorar as expectativas do mercado e dificultar a condução da política monetária. Porém, pouco é dito sobre qual seria o passo que conectaria a deterioração das expectativas à dificuldade de condução da política monetária. Archer e Moser-Boehm (2013) sustentam que a deterioração das expectativas reduziria a “força financeira” do BC, esta definida como a capacidade do ente monetário convencer o mercado de que seria capaz de atingir seus objetivos de maneira “independente”. Ao mesmo tempo, em uma rara passagem do relatório do STN (2013, p.9), é argumentado que o mecanismo de transmissão seria o “canal das expectativas” impactando sobre: 1) A credibilidade da independência do BC; 2) a confiança na moeda doméstica e; 3) a condição de rolagem da dívida doméstica.

Ao destrinchar o canal das expectativas, o presente trabalho buscou sustentar que a “força financeira” do BC soberano é máxima e irredutível. Com exceção da fuga de capitais, o canal das

expectativas dificultando a condução da política monetária é extremamente ineficiente em economias de moeda não neutra (ou economias de mercado). Este canal de transmissão é argumentado com base no modelo em que inflação é um fenômeno puramente monetário. Isto é, se rompermos com a hipótese heurística de que a moeda é neutra e passarmos a assumir que vivemos em uma economia monetária da produção, tal como sustentado por Keynes (1973[1933]), teríamos que nenhum dos três fatores permanecem válidos.

Se a moeda não é neutra, os argumentos que sustentam a independência do BC, como a desinformação sobre choque de demanda relativo ou absoluto, bem como viés inflacionário não permanecem válidos. Estes argumentos pressupõem que o único efeito da política monetária no longo prazo é sobre nível de preços, portanto tem-se a conclusão lógica, mas errônea, de que o BC deveria se preocupar com sua credibilidade para conseguir continuar sendo capaz de cumprir suas metas. Ao rompermos com esta hipótese e passarmos a admitir que a política monetária pode ser capaz de ajudar a manter a estabilidade econômica, haverá momentos em que o BC deverá agir de forma coordenada com o Tesouro a fim de estimular a decisão de produção. Nestas situações, é a coordenação política que será capaz de recuperar o otimismo das expectativas.

Na terceira seção, ao rompermos com a abordagem da moeda como uma mera mercadoria facilitadora de trocas e a entendermos como uma relação social em que há um ente hierárquico capaz de lhe conferir confiança, vemos que o PL do BC não afeta tal confiança. A literatura apresenta alguns fatores que são responsáveis por conferir confiança à moeda e em nenhum deles, o PL do BC exerce qualquer influência. A moeda doméstica possui característica única de ter elasticidade substituição nula ou desprezível, de tal forma que em economia fechada não há um ativo mais seguro e líquido para o qual o agente possa fugir perante maior percepção de incerteza.

De maneira complementar, a quarta seção sustentou que a ação esperada de um agente que recebeu liquidez pelo vencimento de um título público, seria alocar sua riqueza em outro título de maior maturidade, garantindo a rolagem da dívida. A alocação de sua riqueza em moeda ou em bens de capital implicaria uma mudança na preferência pela liquidez, além deste parâmetro ser estrutural, sua alteração interromperia a rolagem da dívida, mas não impediria o BC de atingir seus objetivos. A única diferença é que após esta mudança, o mercado exigirá menos títulos públicos para manter a taxa de juros, conforme maior for a preferência pela liquidez. Já a alocação da riqueza em títulos da dívida privada troca a liquidez de mãos privadas, mas sem alterar o resultado agregado do setor. Em outras palavras, no agregado pouco importa se o agente A ou B será responsável por alocar a riqueza líquida do setor privado.

O único fator que realmente apresenta evidências de contágio pelas expectativas, é a fuga de capital. Esta pode ocorrer tanto via falta de confiança na moeda doméstica ou via realocação de

riqueza pela dívida que não foi rolada. No primeiro caso, a desconfiança na moeda doméstica levaria o agente a trocá-la por moeda emitida por outra nação. No segundo caso, ao receber o valor pelo título público vencido, o agente poderia realocar seu patrimônio em títulos públicos emitidos por outro país. No entanto, em economias desenvolvidas, o volume de capital é constantemente alto e o capital disposto a migrar entre países em busca de rentabilidade não é capaz de impor constrangimentos aos BC's destes países. Já em economias em desenvolvimento, há uma vasta literatura (abordada na quarta seção) que atrela os fluxos de capital internacional às condições do ciclo internacional de liquidez. Ou seja, empiricamente, o volume do PL do BC não apresenta evidências de que exerce influência na destinação deste capital disposto a migrar entre países. Em outras palavras, a fuga de capital é de fato um limitante para a política monetária em economias em desenvolvimento, porém o determinante desta fuga não encontra-se na relação entre Tesouro e BC.

Por fim, o argumento defendido fornece aos *policy makers* de países que emitem a própria moeda, o arcabouço teórico para perseguir a estabilidade macroeconômica a fim de, junto com o ente fiscal, manter a economia sempre no pleno emprego a despeito de pressões políticas que emergirão. Além de não haver canal de transmissão robusto entre o nível de PL do BC e as expectativas dos agentes, por mais que estas últimas estejam deterioradas, elas têm poder nulo ou negligenciável de impedir o BC de perseguir a estabilidade econômica.

Referências

AIDAR, G.; BRAGA, J. **Country-risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle 1999-2019**. Universidade Federal Fluminense, Texto para Discussão, n.342, 2019.

ARCHER, D; MOSER-BOEHM, P. **Central Bank Finances**. BIS Papers n. 71. Abr. 2013.

BIANCARELI, A. A Abertura Financeira no Brasil: um balanço crítico. In.: MARCOLINO, L.C; CARNEIRO, R. **Sistema Financeiro e Desenvolvimento no Brasil**, São Paulo: ATitude, 2010.

CALVO, Guillermo A.; LEIDERMAN, Leonardo; REINHART, Carmen M. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. **Journal of Economic Perspectives**, v. 10, n. 2, p. 123-139, 1996.

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

DALTON, J. e DZIOBEK, C. **Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries**, IMF Working Paper n.05/72, 2005.

DAVIDSON, Paul. Money and the real world. **The Economic Journal**, v. 82, n. 325, p. 101-115, 1972.

DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p.341, 2014.

DEQUECH, David. Is Money a Convention and/or a Creature of the State? The convention of acceptability, the state, contracts, and taxes. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 36, n. 2, p. 251-274, 2013.

FISHER, Irving. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 337-357, 1933.

FLASSBECK, H. **The Exchange Rate**: economic policy tool or market price? UNCTAD, 2001. (Discussion Paper, n. 157).

JORGE, Caroline Teixeira; BASTOS, Carlos Pinkusfeld Monteiro. **Analysis of Brazilian National Treasury Primary Auctions in the 2000s**: an MMT interpretation. 2019. (Texto para Discussão n.014/2019).

KELTON [BELL], Stephanie A.; WRAY, L. Randall. **Can Euroland Survive?**. Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (Public Policy, n.106).

KEYNES, J.M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: MacMillan. 1936.

_____. The Distinction Between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy. In: KEYNES, John Maynard. **Collected Writings of JM Keynes**, edited by D. Moggridge, vol. XXIX. 1973. Originalmente publicado em 1933.

KOEPKE, R. **What Drives Capital Flows to Emerging Markets**: A Survey of the Empirical Literature, IIF Working Paper, Abril, Washington D.C., 2015.

LUCAS, Robert E. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. **The American Economic Review**, v. 63, n. 3, p. 326-334, 1973.

MACEDO e SILVA, A.C. (2016). **O que mostram as demonstrações?** Balanços e resultados dos bancos centrais. Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2016. (Texto para Discussão, n. 2.224).

MEYER, A. Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional. In: Meyer, Arno (org.), **Finanças Públicas**: Ensaio Selecionados. Brasília, IPEA/FUNDAP, p. 151-207. 1997.

MINSKY, Hyman P. Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism. **Journal of Economic Issues**, v. 14, n. 2, p. 505-523, 1980.

ORLÉAN, A. **L'approche Institutionnaliste de La Monnaie**: une introduction [The Institutional Approach to Money: An Introduction]. Mimeo. Paris, 2007.

YAKER, Israel Fainboim; PATTANAYAK, Sailendra. **Treasury Single Account: Concept, Design, and Implementation Issues**. International Monetary Fund, 2010.

PRATES, D. M. **Crises Financeiras nos Países “Emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.

ROBINSON, D. J. e STELLA, P. **Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits em How to Measure the Fiscal Deficit**, ed. by M. I. Blejer and A. Cheasty (Washington: International Monetary Fund), 1993.

ROSA, Renato de Souza. **Passivo externo e "desdolarização"**: a vulnerabilidade externa brasileira em mutação. 2016. 1 recurso online (151 p.). Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard R. **Modern macroeconomics: its origins, development and current state**. Edward Elgar Publishing, 2005.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relacionamento Entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária**: a experiência internacional e o caso brasileiro. Brasília, 2013.

TYMOIGNE, Eric. Modern Money Theory, and Interrelations Between the Treasury and Central Bank: The Case of the United States. **Journal of Economic Issues**, v. 48, n. 3, p. 641-662, 2014.

VIANA, Murilo Ferreira. **A Lei nº 11.803 de 2008 e a relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional**: o caso brasileiro à luz das experiências internacionais. 2018. 1 recurso online (126 p.). Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2019

WEISS, M. **Dinâmica dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira**. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, Campinas, 2014.

WILLIAMS, M. **Government Cash Management**: Its Interaction with Other Financial Policies, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, jul/2010.

WRAY, L. Randall. **Credit and State Theories of Money**: The contributions of A. Mitchell Innes. Edward Elgar Publishing, 2004.

_____. **Modern Money Theory**: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. Palgrave Macmillan, 2015.