



# TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

341

**EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central,  
política monetária e gestão da dívida pública:  
aspectos institucionais**

**Francisco Luiz C. Lopreato**

**Junho 2018**

# EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública: aspectos institucionais <sup>1</sup>

Francisco Luiz C. Lopreato <sup>2</sup>

## Resumo

O texto tem por objetivo apresentar os fatores institucionais nos EUA responsáveis por delinear as relações entre o Banco Central e o Tesouro e a interação entre as políticas monetária, fiscal e de administração da dívida pública. A discussão mostra as alterações do *modus operandi* entre o pré e pós crise mundial. O Tesouro e o Federal Reserve System (Fed), em resposta à crise, tiveram de sustentar importantes setores da economia e desenvolver ações não convencionais de política monetária para conter o debacle econômico.

**Palavras chave:** Economia americana; Política monetária e relações Tesouro – Banco Central.

## Abstract

The purpose of the text is to present institutional factors in the United States responsible for delineating relations between the Central Bank and the Treasury and the interaction between monetary, fiscal and public debt management policies. The discussion shows the *modus operandi* changes between the pre and post world crisis. The Treasury and the Federal Reserve System (Fed), in response to the crisis, have had to sustain important sectors of the economy and develop unconventional monetary policy actions to contain the economic meltdown.

**Keywords:** American economy; Monetary policy and relations Treasury – Central Bank.

## 1 Introdução

O estudo tem como objetivo investigar as relações entre o Tesouro e o Banco Central e a gestão da dívida pública dos Estados Unidos da América (EUA), a fim de ajudar a entender as especificidades da situação que se observa na economia brasileira.

Neste primeiro texto, volta-se a atenção aos fatores institucionais responsáveis por delinear a interação entre as políticas monetária, fiscal e de administração da dívida pública, bem como a operacionalidade na articulação com o setor privado financeiro e não financeiro. O segundo texto foca na análise da gestão da dívida pública.

A discussão é fortemente marcada pela crise mundial de 2008, cuja profundidade provocou a reação do Tesouro e do Federal Reserve System (Fed), forçado a sustentar importantes setores da economia e a desenvolver ações não convencionais de política monetária. O resultado foi a alteração do *modus operandi* do período anterior à crise. Isto envolveu mudanças institucionais – como o pagamento de juros sobre as reservas não obrigatórias – além de procedimentos pouco usuais até aquele momento. Observa-se maior articulação entre o Tesouro e o Banco Central – a ponto de alguns economistas questionarem a propalada independência do Fed – e novos comportamentos dos diferentes agentes (financeiros e não financeiros), bem como mudanças na operacionalidade da gestão da dívida pública.

---

(1) O texto contou com o apoio do Ipea.

(2) Professor Livre Docente do IE/Unicamp.

O texto busca apreender as alterações decorrentes das ações do Tesouro e do Fed à crise. Divide-se a análise em dois momentos: i) as características da administração da dívida pública e da interação entre as políticas fiscal e monetária na fase anterior a 2008 e ii) as mudanças existentes no momento em que o Tesouro e o Fed intervêm na economia em razão da crise mundial.

## 2 O Federal Reserve e a política monetária

O Federal Reserve (Fed) foi constituído por ato do Congresso (*Federal Reserve Act*, Lei de 23/12/1913) como resultado do movimento iniciado com a crise de 1907, quando o legislativo estabeleceu a *National Monetary Commission*, cujo propósito foi o de criar uma instituição capaz de prevenir e enfrentar problemas de caráter financeiro. É um sistema Federal integrado por uma agência governamental central, o *Board of Governors*, composta de 7 membros, indicados pelo Presidente dos EUA e confirmado pelo Senado Federal, com mandatos de 14 anos, vedada a recondução<sup>3</sup>. Os indicados a Presidente e Vice Presidente devem ser membros do *Board* ou conduzidos no mesmo ato de nomeação, com mandatos de 4 anos e direito a recondução. O sistema é composto de 12 *Federal Reserve Banks* regionais, responsáveis pela supervisão do sistema bancário em sua jurisdição<sup>4</sup>, com diretoria própria composta de 9 membros, sujeitos ao órgão central<sup>5</sup>, além do *Federal Open Market Committee* (FOMC), formado pelos membros do *Board*, pelo presidente do *Federal Reserve Bank of New York* (FRBNY) e outros 4 presidentes das demais instituições regionais, que ocupam a posição em rodízio (Fed – Federal Reserve System, 2005).

Após a constituição do Fed, outros atos legislativos alteraram e complementaram os propósitos de atuação do órgão. Além disso, o Congresso aprovou ao longo do tempo normas definindo os objetivos primários da política econômica nacional, com impacto direto nas diretrizes de atuação da autoridade monetária<sup>6</sup>. Segundo a norma atualmente vigente, o órgão tem por dever defender a estabilidade de preços, bem como o crescimento condizente com o potencial da economia, o nível de emprego e alcançar taxas moderadas de juros de longo prazo.

O Fed constituiu-se, desde a sua criação, como instituição independente, no sentido de que as suas decisões não precisam ser ratificadas pelo Presidente ou por qualquer outra autoridade do Poder Executivo. Porém, o órgão está sujeito à supervisão e subordinado às diretrizes emanadas do Congresso. O fato de o Congresso ter presença relevante na discussão de matérias monetárias sugere

---

(3) No caso de um membro sair antes do término do mandato, o seu substituto, depois de concluir o período restante, pode ser indicado para um mandato pleno.

(4) As seções 5 e 7 do *Federal Reserve Act* determinam que cada agente (*member bank*) do sistema é obrigado a subscrever parte do capital do *Fed bank* ao qual está filiado, em valor equivalente a 6% do seu próprio capital, sendo que metade desse montante é pago (refere-se a isso como *capital paid in*) e o restante está sujeito à requisição do Fed. A lei estipula que, depois de descontadas as despesas, devem ser pagos dividendos de 6% ao ano aos bancos membros. Além disso, a política do *Board of Governors* determina que a porção do ganho líquido de cada *Fed bank* que resta após o pagamento dos dividendos é depositado em *surplus fund*, sendo que parte deste montante é retido como capital excedente (*surplus capital*) em um montante equivalente ao *capital paid in*. Finalmente, o valor líquido, descontadas as despesas, os dividendos e o *surplus capital*, é transferido ao Tesouro.

(5) Os 9 membros da diretoria dos bancos regionais devem representar os interesses (bancários, comerciais, industriais, agrícolas e públicos) existentes em cada área de atuação da instituição, sendo 3 deles representantes dos bancos comerciais de cada distrito (diretores classe A), enquanto que os diretores classe B e C são representantes do público. Os bancos comerciais do distrito elegem os diretores classes A e B e o *Board of Governors* indica os diretores classe C e entre eles seleciona um para ser o *chairman* e outro para ser o *deputy chairman*. Os diretores escolhem o Presidente e Vice Presidente, mas a indicação é sujeita à aprovação do *Board of Governors*.

(6) São eles: o *Employment Act* de 1946; o *Federal Reserve Reform Act* de 1977 e o *Full Employment and Balanced Growth Act* de 1978, conhecido por *Humphrey-Hawkins Act*.

que a sua linha de atuação está sob a constante vigilância e pressão do legislativo<sup>7</sup>. O Fed (2005), na exposição de suas finalidades e funções, destaca o sistema como “*independent within the government*”, por trabalhar de acordo com os objetivos econômicos e a política monetária e financeira definida pelo governo, o que requer, como destaca Santoro (2012), estreita relação com o Tesouro no cumprimento de suas responsabilidades estatutárias.

O instrumento central da política monetária é a *Federal Funds Rate* (FFR) – a taxa à qual as instituições participantes do mercado monetário negociam recursos junto ao Fed<sup>8</sup>. Até a crise mundial de 2008, o Fed seguiu o consenso no pensamento dominante sobre a condução da política monetária e da governança macroeconômica, atuando como órgão independente na determinação da *Fund Rate* e usando as operações de *open market* como o principal instrumento de defesa da meta de juros.

As formas de ação do Fed são entrelaçadas à política fiscal e devem ser entendidas levando em conta os seus efeitos sobre o Tesouro, considerando as diferenças existentes quando se trata de tempos normais e de tempos de crise. A metodologia proposta por Goodfriend (2011) para entender a atuação do Fed na crise classifica as iniciativas do órgão em três linhas básicas: i) política monetária pura; ii) política de crédito e iii) política de pagamento de juros nas reservas.

A política monetária pura consiste no manejo tradicional da FFR visando alcançar a taxa de juros definida pelo FOMC. A política de crédito envolve a compra de títulos de emissão do setor privado ou de entidades governamentais (*government-sponsored enterprises - GSEs*) ou a criação de reservas por meio do redesconto, ações que provocam mudanças na composição do balanço do Fed. A política de pagamento de juros na reserva consiste em remunerar as reservas não obrigatórias, cujo objetivo é manejar a política de taxa de juros e impor um piso para a FFR.

O uso dessas categorias é pouco relevante na fase pré-crise porque prevaleceu o modelo implícito de metas de inflação, baseado no controle da taxa de juros, com baixa expressão da política de crédito e sem a autorização de se pagar juros nas reservas não obrigatórias. A classificação, no entanto, ajuda a entender as ações do Fed e as suas relações com a política fiscal quando se for analisar as medidas em resposta à crise.

## 2.1 Política monetária e a fixação da taxa de juros básica

O propósito nesta parte do texto é apresentar o modelo institucional de política monetária, cuja preocupação é manter a FFR na meta fixada pelo FOMC. O caminho é acomodar o volume das

---

(7) Como coloca Labonte (2014, p. 2): “*Before the recent financial crisis, oversight of the Fed already occurred in a number of forms. Regular congressional oversight of the Fed was, and still is, done through statutorily required semi-annual hearings with and written reports to the House Financial Services Committee and the Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee, as well as ad hoc hearings on more focused topics, such as the Fed’s response to the financial crisis. Indeed, the House Financial Services Committee has a subcommittee dedicated primarily to monetary policy issues, the Subcommittee on Monetary Policy and Trade.*” Além disso, o Fed está sujeito à auditoria do Government Accountability Office (GAO). Como aparece em sua página da internet (<http://www.gao.gov/about/index.html>): “*The U.S. Government Accountability Office (GAO) is an independent, nonpartisan agency that works for Congress. Often called the “congressional watchdog,” GAO investigates how the Federal government spends taxpayer dollars. ... Our Mission is to support the Congress in meeting its constitutional responsibilities and to help improve the performance and ensure the accountability of the Federal government for the benefit of the American people.*”

(8) O FRBNY calcula diariamente a Efective Federal Fund Rate nos seguintes termos: “*The daily Federal funds effective rate (FFER), calculated by the Federal Reserve Bank of New York (New York Fed), is one measure of the overnight Fed funds rate. The FFER is based on data voluntarily provided to the New York Fed by major Fed funds brokers, and is a weighted-average rate of all overnight Fed funds transactions arranged through these brokers each business day*” (FRBNY – Fed Point Federal Funds and Interest on Reserves. Mar., 2013).

reservas das instituições depositantes no sistema de bancos do *Federal Reserve*, por meio dos instrumentos que determinam as suas condições de oferta e demanda, de modo a torná-la compatível com a taxa de juros desejada.

São três as fontes básicas determinantes da oferta de reservas bancárias às instituições depositárias<sup>9</sup>.

A primeira, e mais relevante, são as operações de *open market*. O Fed compra ou vende títulos de sua carteira em caráter definitivo ou temporário, as chamadas operações compromissadas, com o propósito de contrair ou expandir o volume de reservas. As compras temporárias de títulos (*repurchase agreements - repos*) são empréstimos de curto prazo, em geral inferior a duas semanas e com mais frequência de um dia, respaldados por colaterais aceitos pelo Fed, com o compromisso de recompra com preço e data fixos, cujo efeito é ampliar o volume de reservas das instituições. As vendas de títulos (*reverse repurchase agreements*) observam condições semelhantes e o resultado é a redução das disponibilidades de reservas.

A segunda fonte responsável por ampliar a oferta de reservas é o redesconto. O Fed oferece empréstimos seguindo as regras de acesso fixadas pelo *Board of Governors*. Os juros são definidos, a cada duas semanas, pelas diretorias de cada um dos bancos do *Federal Reserve System* e aprovados pelo *Board of Governors*. O modelo adotado até 2003 cobrava taxas de empréstimos abaixo do mercado e restringia o acesso ao crédito por medidas administrativas. O fato de se requerer dos tomadores a busca de fontes alternativas antes de acessar o redesconto estigmatizou o instrumento e o fez perder a efetividade. A partir de então, as operações passaram a estar acessíveis a todas as instituições depositantes e a taxa de redesconto (*discount rate*) a ter caráter punitivo, acima da FFR.

O acesso passou a ser definido em programas específicos de crédito, divididos em três categorias, a fim de atender instituições com distintas características. Primeiro, o crédito primário (*primary credit*), tipicamente *overnight*, disponível às instituições em boa situação financeira, com juros acima da FFR, tendo como contrapartida títulos aceitos como colateral, avaliados de acordo com o seu preço de mercado. Segundo, o crédito secundário (*secondary credit*), de *overnight*, direcionado às instituições não qualificadas no critério anterior, seja com necessidade temporária de liquidez, na expectativa de retorno rápido à normalidade do mercado, seja para atender instituições com problemas de financiamento. A operação requer atenção e maior volume de informações do tomador de crédito, além do que os descontos cobrados (*haircuts*) das garantias são mais elevados do que no *primary credit*. Finalmente, o crédito sazonal (*seasonal credit*) é desenhado para ajudar instituições pequenas ou médias com oscilações significativas da necessidade de financiamento no decorrer do ano – como as pequenas instituições em comunidades agrícolas. A taxa de juros cobrada é uma média de taxas selecionadas de mercado, definidas em cada um dos *Reserve Banks*, sujeito à revisão e supervisão do *Board of Governors*, sendo comum, em momentos de menor liquidez, alterações nas taxas para incentivar o acesso ao redesconto.

Além disso, o *discount window* pode atuar, eventualmente, como mecanismo de defesa da estabilidade financeira, ofertando crédito a instituições com sérias dificuldades financeiras. O Fed também tem autorização, em circunstâncias incomuns, de disponibilizar crédito – sob consulta ao *Board of Governors* – a instituições não depositantes (*individuals, partnerships and corporations*), na

---

(9) Compreende as seguintes instituições: “*commercial banks, thrift institutions, and US branches and agencies of foreign banks*”.

falta de fonte alternativa de recursos e iminente risco de dano ao sistema, conforme prevê o *Federal Reserve Act*<sup>10</sup>.

O terceiro componente da oferta de reservas bancária são os fatores autônomos. O controle sobre eles é restrito e podem provocar oscilações no montante das reservas. O primeiro é o valor das notas em circulação. A autoridade monetária responde à demanda das instituições depositárias e a requisição de numerário gera a queda, em igual montante, no valor das reservas, com impacto na liquidez do mercado. O segundo fator é o *float* que existe em função da diferença temporal entre o crédito e o débito nas operações entre duas instituições depositárias, com reflexo positivo ou negativo no volume de reservas. Finalmente, a conta do Tesouro no Fed. O Tesouro não é uma instituição participante do sistema monetário, mas o manejo de sua conta pode influenciar as reservas em função do volume de recebimentos e pagamentos efetuados.

Os EUA criaram o Programa *Treasury Tax and Loans* (TT&L) – interface entre a política monetária e a gestão do caixa do Tesouro – com o propósito, como se verá abaixo, de manter o valor do depósito do Tesouro no Fed relativamente constante e favorecer a estabilidade do mercado monetário, pois, no caso de o total das receitas e despesas do Tesouro transitar pela conta no Fed, o efeito seria o de ampliar a volatilidade das reservas, exigir maiores intervenções do *open market* e dificultar a condução da política monetária.

As condições de demanda de reservas bancárias, por sua vez, são definidas por três componentes. O primeiro refere-se ao valor das reservas obrigatórias (*required reserve balances*) impostas a todas as instituições financeiras participantes do mercado<sup>11,12</sup>. Ela é calculada sobre o volume de depósitos à vista e a prazo com direito ilimitado de saques de cada instituição, a cada duas semanas, com término às segundas feiras, de acordo com o percentual (*required reserve ratio*) definido pelo *Board of Governors*, respeitando os limites estabelecidos em normas do *Federal Reserve*.

As instituições depositárias podem atender a esta exigência por meio de recursos em caixa ou via depósitos no *Federal System Banks* em valor equivalente à diferença entre a disponibilidade de caixa e o valor exigido de reserva (*required reserve balance*). No caso de não cumprirem a exigência legal ao fim do *reserve maintenance period*, ficam sujeitas a penalidades – equivalente a 2 p.p. acima da taxa de redesconto. Além disso, também incorrem em multas quando o saldo de reserva para atender o valor das operações do dia é insuficiente. No caso de se acreditar que o *required reserve balance* não é o bastante para evitar eventuais deficiências no valor das reservas, é possível firmar um acordo com o Fed para manter valor adicional de reservas, conhecido como *contractual clearing balance* (também chamado de *required clearing balance*).

O uso desse mecanismo como forma de proteção extra - acima da *required reserve* – tornou-se o meio de evitar penalizações, diante do fato de o volume de reservas servir para saldar várias

---

(10) Cf. *Federal Reserve Act* seção 13 (3). O *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“*Dodd-Frank Act*”), transformado em lei em 21/7/2010, alterou a norma até então vigente e determinou que esses créditos de emergência somente ocorram com a aprovação prévia do Secretário do Tesouro e devem ter o propósito de prover liquidez ao sistema financeiro e não o de ajudar empresas financeiras problemáticas.

(11) Como coloca o Fed (2005, p. 30): “*Reserve requirements are imposed on all depository institutions – which include commercial banks, savings banks, savings and loan associations, and credit unions – as well as U.S. branches and agencies of foreign banks and other domestic banking entities that engage in international transactions.*”

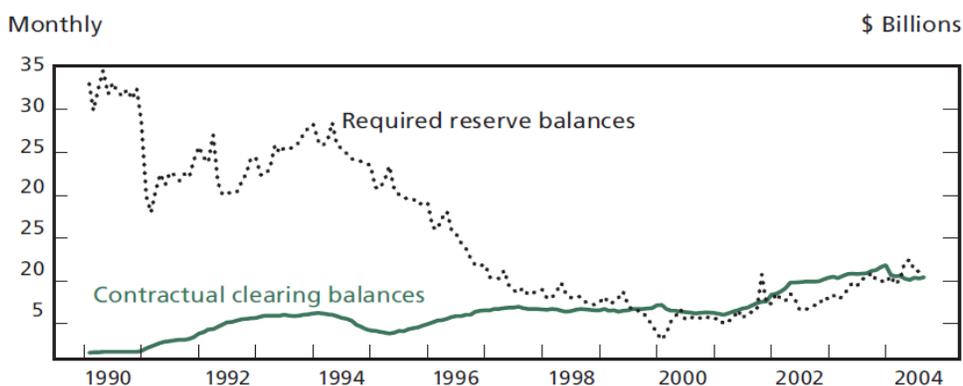
(12) Como coloca Ennis e Keister (2008 p. 238): “*Reserve requirements in the United States are calculated as a proportion of the quantity of transaction deposits on a bank’s balance sheet during a two week computation period prior to the start of the maintenance period.*”

operações financeiras e estar sujeito a oscilações frequentes e, por vezes, inesperadas. Os valores dessa rubrica tradicionalmente são remunerados. Os créditos são adicionados ao montante depositado e usados no pagamento dos serviços junto ao Fed.

O terceiro componente da demanda de reserva é o depósito das instituições em valor superior ao obrigatório definido pela autoridade monetária e ao *contractual clearing balance*. O excesso de reserva é um montante *ad hoc*, bastante baixo no período anterior à crise de 2008, já que até então não eram remunerados. As instituições optavam por manter esse valor como forma de proteção adicional ao risco de insuficiência de reservas ou, eventualmente, por motivo de preferência pela liquidez em um quadro de incerteza macroeconômica.

A institucionalidade referente ao volume de reservas obrigatórias sofreu alterações no início da década de 90. O Fed, em dezembro de 1990 e em janeiro de 1991, reduziu as exigências sobre o “*nonpersonal time deposits*” para zero e, em abril de 1992, baixou de 12% para 10% o incremento marginal das reservas sobre os “*transactions deposits*”, o que resultou na tendência de queda das reservas obrigatórias observada no período (Gráfico 1).

Gráfico 1  
Balances at Federal Reserve Banks, 1990-2004



Fonte: Apud The Federal Reserve System Purposes & Functions, 2005. p. 44.

As medidas reafirmaram a característica do mercado monetário americano de trabalhar com baixo volume de reservas bancárias obrigatórias. A queda em relação ao montante anterior não alterou a operacionalidade até então existente. O volume de caixa (*applied vault cash*) não sofreu mudanças significativas e o *required clearing balance*, embora tenha experimentado alguma expansão no primeiro momento, tem o uso limitado. O excesso de reservas, por sua vez, também sofreu poucas mudanças. O fato de não se pagar juros sobre o excedente até 2008, tornava este expediente pouco atrativo e usado só no caso de evidências de que haveria insuficiência de reserva e a instituição penalizada.

## 2.2 O controle da taxa de juros

Uma vez apresentados os fatores influentes na oferta e demanda de reservas bancárias, o passo seguinte é detalhar o *modus operandis* para obter a meta de juros definida pela FOMC. O propósito da gestão da política monetária é a administração da liquidez e o Fed usa os instrumentos à sua disposição

para intervir no mercado monetário, na pressuposição de que o excesso de liquidez provoca a queda e a falta de oferta de reservas bancárias gera a alta dos juros, e alcançar a FFR desejada.

A interação entre os movimentos de expansão e contração das reservas bancárias – como ilustra a Tabela 1, com dados de fevereiro de 2005 e 2006<sup>13</sup> – reflete o estado de liquidez do mercado monetário e define o comportamento dos juros diários. As ações são contínuas e cabe à autoridade monetária intervir quando não há convergência com a meta fixada pela FOMC.

Tabela 1  
1. Factors affecting reserve balances of depository institutions

Millions of dollars Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures			Wednesday Feb 15, 2006
	Week ended Feb 15, 2006	Change from week ended		
		Feb 8, 2006	Feb 16, 2005	
Reserve Bank credit	815,847	+ 6,737	+ 32,144	817,909
Securities held outright	750,625	+ 1,798	+ 32,759	751,327
U.S. Treasury <sup>1</sup>	750,625	+ 1,798	+ 32,759	751,327
Bills <sup>2</sup>	273,431	+ 574	+ 10,426	274,142
Notes and bonds, nominal <sup>2</sup>	451,830	+ 1,250	+ 18,401	451,830
Notes and bonds, inflation-indexed <sup>2</sup>	22,196	0	+ 3,088	22,196
Inflation compensation <sup>3</sup>	3,168	- 26	+ 844	3,158
Federal agency <sup>2</sup>	0	0	0	0
Repurchase agreements <sup>4</sup>	24,357	+ 4,321	+ 428	29,750
Loans to depository institutions	98	+ 65	+ 75	464
Primary credit	66	+ 61	+ 57	430
Secondary credit	0	0	0	0
Seasonal credit	32	+ 4	+ 18	33
Float	584	+ 699	+ 171	-624
Other Federal Reserve assets	40,182	- 148	- 1,291	36,993
Gold stock	11,044	0	+ 2	11,044
Special drawing rights certificate account	2,200	0	0	2,200
Treasury currency outstanding <sup>5</sup>	36,624	+ 14	+ 134	36,624
<b>Total factors supplying reserve funds</b>	<b>865,715</b>	<b>+ 6,751</b>	<b>+ 32,280</b>	<b>867,777</b>
Currency in circulation <sup>6</sup>	786,015	+ 1,811	+ 34,874	787,847
Reverse repurchase agreements <sup>6</sup>	22,396	- 882	- 4,648	22,695
Foreign official and international accounts	22,396	- 882	- 4,648	22,695
Dealers	0	0	0	0
Treasury cash holdings	198	- 8	- 82	193
Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances	14,045	- 171	- 1,028	13,959
U.S. Treasury, general account	5,224	- 136	+ 300	5,125
Foreign official	91	+ 8	+ 9	101
Service-related	8,471	- 1	- 1,300	8,471
Required clearing balances	8,471	- 1	- 1,300	8,471
Adjustments to compensate for float	0	0	0	0
Other	259	- 43	- 37	262
Other liabilities and capital	31,790	+ 513	+ 4,840	31,583
<b>Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds</b>	<b>854,443</b>	<b>+ 1,261</b>	<b>+ 33,954</b>	<b>856,276</b>
<b>Reserve balances with Federal Reserve Banks</b>	<b>11,271</b>	<b>+ 5,488</b>	<b>- 1,676</b>	<b>11,501</b>
<b>Memo (off-balance-sheet items):</b>				
Marketable securities held in custody for foreign official and international accounts <sup>2,7</sup>	1,556,712	+ 12,644	+ 214,433	1,571,376
U.S. Treasury	1,111,275	+ 6,596	+ 54,228	1,121,049
Federal agency	445,437	+ 6,048	+ 160,205	450,327
Securities lent to dealers	1,335	- 921	- 2,106	1,916

Note: Components may not sum to totals because of rounding.

1. Includes securities lent to dealers, which are fully collateralized by other U.S. Treasury securities.
2. Face value of the securities.
3. Compensation that adjusts for the effect of inflation on the original face value of inflation-indexed securities.
4. Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury and federal agency securities.
5. Estimated.
6. Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury securities.
7. Includes U.S. Treasury STRIPS and other zero coupon bonds at face value.

Sources: Federal Reserve Banks and the U.S. Department of the Treasury.

A institucionalidade, em tempos normais, contribui para manter a baixa volatilidade do volume de reservas bancárias e garantir o sucesso do gestor em obter a meta de juros desejada<sup>14</sup>. O comportamento previsível de parte dos elementos com influência no movimento de oferta e demanda

(13) O exemplo é feito com estes dados simplesmente porque ilustram um período normal da economia.

(14) O Fed oferece uma Tabela interativa com a descrição dos elementos que compõem fatores de contração e expansão das reservas bancárias em: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_fedsbalancesheet.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm).

de reservas bancárias favorece essa situação. Os fatores de demanda de reservas (reservas obrigatórias, *contractual clearing balances* e excesso de reservas), por características institucionais, apresentam valores baixos e poucos voláteis. As reservas obrigatórias não são expressivas e o sistema bancário pode atender as exigências (*reserve required + contractual clearing balances*) como média durante o *reserve maintenance period* e não em base diária<sup>15</sup>, ou seja, podem compensar a eventual falta (excesso) de reservas com o excesso (falta) em outro momento sem sofrer penalidades. Como as instituições depositárias trabalham com valores médios de reservas bancárias durante o *reserve maintenance period*, escolhem o momento de se ajustarem à exigência legal e contribuem para reduzir as flutuações da FFR<sup>16,17</sup>.

A tendência de que a liquidez do sistema, em tempos normais, mantenha a estabilidade verifica-se também no lado da oferta de reservas às instituições depositárias. Os fatores autônomos, embora não sejam diretamente controlados pela autoridade monetária, seguem padrões conhecidos (ver Tabela 1). As notas em circulação e o *float* podem ser vistos como elementos razoavelmente previsíveis e não apresentam alterações de vulto, bem como a conta do Tesouro no Fed que, como se detalha à frente, baseia-se no programa TT&L e cumpre, em geral, a meta de manter valores ao redor de 5 a 7 bilhões de dólares.

As ações de oferta de liquidez, em momentos de estabilidade, são passivas e não ocupam lugar de destaque. O redesconto (*discount window*) é um instrumento central de defesa da liquidez, atua para suprir a falta imprevista de reservas e evitar que a procura de fundos no interbancário pressione a FFR. Porém, o volume de operações em condições normais, em geral, não é expressivo e cumpre mais o papel de salvaguarda em episódios pontuais. O mesmo ocorre com o *intraday credit*, que é o crédito oferecido às instituições para cobrir as operações do dia sem saldo suficiente na sua conta no *Federal Reserve*. O seu objetivo é o de melhorar a liquidez e o fluxo de pagamentos no sistema bancário, quando há problemas na oferta de crédito no interbancário<sup>18</sup>.

O gestor de política monetária, em momentos de normalidade, convive com um quadro de baixa volatilidade e de fácil previsibilidade dos fatores de contração e expansão da liquidez e não tem

---

(15) Como coloca Akhtar (1997, p. 15): “*Depository institutions hold required reserves either as cash in their own vaults or as deposits at their District Federal Reserve Bank. To provide banks and thrifts with flexibility in meeting their requirements, the Federal Reserve allows them to hold an average amount of reserves over two-week reserve maintenance periods ending on alternate Wednesdays, rather than a specific amount on each day*”.

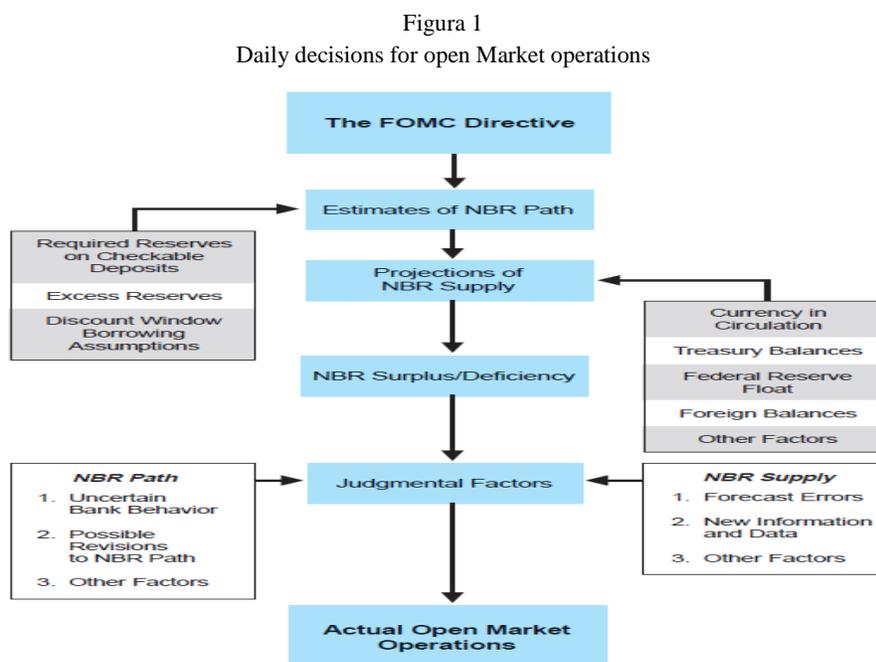
(16) Como colocam Demiralp; Farley (2005, p. 1134): “*Institutions accounting for the great bulk of required balances satisfy their balance requirement on average over a two-week maintenance period. The ability to average holdings of balances over the days of a maintenance period gives banks considerable daily flexibility and limits the volatility in rates that can develop when the Desk misestimates either supply or demand. For example, if the funds rate is soft on a given day, banks may hold more balances, preventing a further decline in the rate, even though the Desk has supplied too much liquidity. Banks can offset these higher balances by holding lower balances on subsequent days and still satisfy their requirements*”.

(17) O movimento de comprar ou vender *Federal Funds* pode ser feito diretamente entre os bancos ou por meio dos serviços dos *primary dealers*, em geral restrito aos maiores bancos, que são os agentes que comercializam diretamente com a mesa do FRBNY.

(18) O *intraday credit* segue normas definidas pelo Fed, com alterações no tempo. De acordo com o Federal Reserve System (2012, p. 6): “*In 2008, the Board adopted major revisions to the PSR policy that are designed to improve intraday liquidity management and payment flows for the banking system, while also helping to mitigate the credit exposures to the Federal Reserve Banks from daylight overdrafts. The changes include a new approach that explicitly recognizes the role of the central bank in providing intraday balances and credit to healthy depository institutions, a zero fee for collateralized daylight overdrafts, a 50 basis point (annual rate) charge for uncollateralized daylight overdrafts, and a biweekly daylight overdraft fee waiver of \$150. In addition, the Board adopted changes to other elements of the PSR policy dealing with daylight overdrafts, including adjusting net debit caps, eliminating the current deductible for daylight overdraft fees, and increasing the penalty daylight overdraft fee to 150 basis points (annual rate). The changes became effective March 24, 2011.*”

restrição em alcançar a meta desejada de juros. Assim, prevalecem as ações convencionais, baseadas, fundamentalmente, nas operações de *open market* que cumprem o papel de elemento central do processo de ajuste do volume de reservas bancárias. A fim de atingir esse objetivo, a mesa do FRBNY, responsável por gerir as operações de *open market*, precisa estimar a trajetória do comportamento das reservas. Com base em estimativas – revistas continuamente – de demanda de reservas e do nível das operações de redesconto, a mesa calcula o volume de reservas a ser oferecido às instituições – a *non-borrowed reserve (NBR)*<sup>19</sup> – durante as duas semanas do *maintenance period* e opera o dia-a-dia de modo a alcançar o volume desejado.

O FRBNY realiza, em todas as manhãs, as operações de *open market* necessárias para ajustar o volume existente ao volume desejado de reservas do sistema bancário, compatível com a meta da FFR. Ou seja, a mesa de *open* atua a cada dia, ampliando ou contraindo a oferta de reservas, a fim de assegurar a meta de juros indicada pelo FOMC.



Fonte: Akhtar (1997).

O esquema de Akhtar (1997), apresentado acima, mostra os passos na definição do valor das operações de *open market*. O Fed atua no mercado por meio de operações com títulos do Tesouro existentes no seu balanço, que permanecem no seu portfólio em caráter permanente e, no vencimento, são rotineiramente trocados por outros em leilões primários não competitivos<sup>20</sup>. Esta carteira de títulos respalda as operações de *open market*, que consiste em vendas (compras) definitivas ou temporárias de títulos públicos. As vendas (compras) definitivas buscam acomodar mudanças permanentes no balanço do Fed e as intervenções temporárias no mercado de reservas realizam-se por meio de operações

(19) Cf. Edwards (1997, p. 859): “Nonborrowed reserves (NBR) are reserves provided to depository institutions through means other than the discount window and include applied vault cash. Over time, nonborrowed reserves are affected primarily by open market operations”.

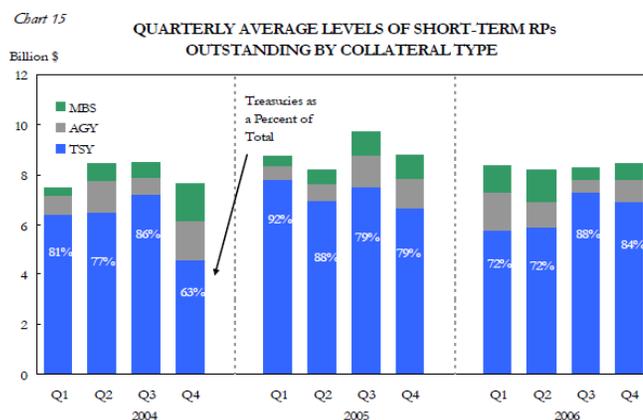
(20) São considerados os leilões em que os compradores aceitam as condições de juros, ganhos ou margem de desconto pré-estabelecidas no leilão.

compromissadas de compra de títulos (*repos*), com o objetivo de ampliar a liquidez, ou de venda para enxugar a liquidez (*reverse repos*)<sup>21</sup>.

As operações de um dia (*overnight repos*) servem para eliminar desajustes diários e as chamadas *term repos* respondem a mudanças de maior duração. Estas são classificadas em: *repos* curtas, com maturidade igual ou inferior a 13 dias, usadas em ajustes marginais à oferta de reservas, ou *repos* de longo prazo (14 dias ou mais) utilizadas para responder à volatilidade dos fatores autônomos ou às alterações na reserva bancária com previsão de duração de semanas ou mesmo meses.

A mesa aceita três tipos de colateral nas operações de *repos* e as organiza em 3 módulos diferentes de acordo com o tipo de colateral. A primeira aceita só títulos públicos (*treasury debt*), a segunda acolhe, ao lado dos títulos públicos, as obrigações das agências federais (*direct federal agency obligations*) e a terceira também inclui os títulos privados (*mortgage-backed securities*). A mesa seleciona os três tipos de propostas de acordo com a atratividade das ofertas apresentadas, tomando como referência as taxas correntes pagas pelos *primary dealers* em cada classe particular de colateral (FRBNY, 2006, 2007).

Gráfico 2



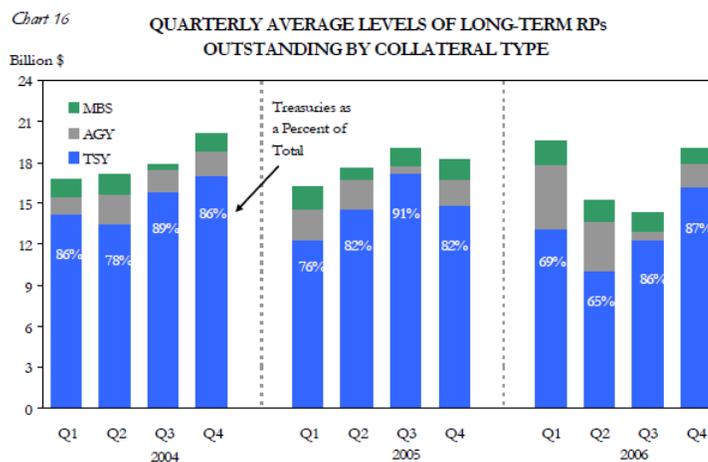
Fonte: FRBNT (2006) – Domestic open market operations during 2006.

As operações lastreadas por uma cesta de títulos citados acima, conhecidos como *general collateral (GC) repos*, estão associados a baixos riscos e os juros *overnight* dos *GC repos* situam-se normalmente próximos à *Federal funds rate*, o que facilita o acesso ao financiamento diário. A designação *GC* reflete o fato de o Fed não buscar um tipo específico de título e aceitar qualquer um deles entre os eleitos para a operação. Como vários podem atender a este requisito, não se requer nas

(21) As operações de *open market* constituem apenas uma parte de um mercado (*repo market*) bastante mais amplo. Há dois tipos de mercado nas operações compromissadas: o mercado bilateral e o *tri-party*. O mercado tradicional, com operações bilaterais, envolve transações entre agentes em busca de caixa, com colaterais a serem oferecidos como garantia da operação, e agentes dispostos a ceder liquidez. Em geral, o mercado de *repos* envolve um *dealer* como contraparte. É neste segmento que o Fed atua para controlar a liquidez. Quando as operações ocorrem entre dois *dealers*, não há alteração no volume líquido de reservas bancárias, ocorre apenas a redistribuição de caixa e de títulos entre os próprios *dealers*. Nas operações envolvendo títulos do Tesouro como colateral, que constitui a maior parcela, o processo é realizado por meio do *Fedwire Securities Service*, operado pelo *Federal Reserve System*. No *tri-party market* participa um terceiro agente, o *clearing bank* (Bank of New York Mellon e o JP Morgan Chase), responsável por manter em seu balanço as contas dos agentes ofertantes de moeda ou de títulos e realizar as compensações para fechar as posições. Os *clearing banks* oferecem os serviços de custódia dos títulos, realizam diariamente a reavaliação do valor dos ativos e estão diretamente envolvidos no processo de alocação de colateral e de transferências de caixa e de títulos entre as contas dos tomadores de crédito e os emprestadores (Copeland et al., 2012).

operações realizadas uma composição particular, isto é, a mesa estabelece os valores dos três tipos de títulos e define as apostas vencedoras a partir deles. O FRBNT (2007) mostra (ver Gráficos 2 e 3) que predominam largamente, tanto nas *repos* de curto como de longo prazos, as operações em que os títulos públicos servem como colateral.

Gráfico 3



Fonte: FRBNT (2006) – Domestic open market operations during 2006.

As operações de *repos* e *reverse repos* têm papel ativo na defesa da FFR, com elevado volume de intervenções, mas o resultado líquido, expresso no saldo entre as compras e vendas brutas, não é expressivo, indicando a característica do Fed de não carregar alto estoque de operações compromissadas (Tabela 2).

Tabela 2  
Federal Reserve open market transactions

	Millions of dollars				
	2005	2006	2007	2012	2013
<b>US Treasury Securities</b>					
outright transactions					
gross purchases	28.136	44.690	10.680	534.102	540.059
gross sales		0	0	499.654	0
exchanges for new titles	871661	905.208	839.687		0
redemptions	2.795	10.553	50.444	33.287	21
net change in US Treasury Securities	25.341	34.137	-39.734	1.161	540.038
<b>Federal Agency Obligations</b>					
outright transactions					
gross purchases	0	0	0	0	0
gross sales	0	0	0	0	0
redemptions	0	0	0	-27.211	19.562
net change in federal agency obligations	0	0	0	-27.211	-19.562
Mortgage-backed securities					
net change in mortgage-backed securities	0	0	0	88.978	563.500
<b>Temporary Transactions</b>					
repurchase agreements					
gross purchases	2.097.050	2.125.500	2.596.750	840	2.040
gross sales	2.083.300	2.131.500	2.591.000	840	2.040
reverse repurchase agreements					
gross purchases	6.424.797	6.779.024	8.662.508	22.951.470	24.729.434
gross sales	6.424.519	6.778.132	8.676.878	22.977.408	24.943.670
net change in temporary transactions	14.028	-5.108	-8.622	-25.939	-214.235
<b>Total net change in System Open Market Account</b>	<b>39.369</b>	<b>29.030</b>	<b>-48.357</b>	<b>-51.988</b>	<b>869.741</b>

Fonte: Federal Reserve Annual Report, table 1

As alterações permanentes do seu balanço ocorrem mais por conta das compras definitivas de títulos do Tesouro, sem, no entanto, apresentar grandes oscilações até a crise mundial que, como se discute à frente, muda a política monetária e a composição do balanço do Fed.

As operações compromissadas são o meio usual, em tempos normais, de a autoridade monetária influenciar o volume de reservas bancárias e alcançar a meta da FFR. A ação do Fed, no entanto, pode ser prejudicada no caso de os agentes privados encontrarem dificuldades de acesso a um título específico usado como colateral nas operações interbancárias de empréstimo de liquidez<sup>22</sup>. Por esta razão, o órgão dispõe de um programa de empréstimos de títulos públicos direcionado para suprir o título em falta e, assim, reduzir o custo e dar liquidez ao mercado de *repos*. Age como fonte secundária e temporária, ofertando títulos de sua carteira aos *dealers*, por meio de leilões diários, baseados em operações *overnight*, a fim de conter as pressões no mercado de *repos*<sup>23</sup>.

O volume disponível em cada categoria de título é uma fração da reserva total do Fed e notas regulares do FRBNY definem o desenho, o montante e o custo das operações<sup>24</sup>. Os *dealers* têm limites de captação de empréstimos e usam como colateral outros títulos e não moeda. Ou seja, essas operações não afetam o volume de reservas e, por isso, não são consideradas como de *open market*.

### 3 Composição do balanço do *Federal Reserve*

A análise da composição do balanço dos bancos centrais ajuda a entender a política monetária e a visualizar as relações com o mercado privado e com o Tesouro. Bindseil (2004) propõe o reagrupamento das contas ativas e passivas da autoridade monetária em quatro categorias, a fim de entender melhor os movimentos da política monetária. O autor destaca, primeiro, os fatores autônomos de liquidez, isto é, aqueles que não refletem ações deliberadas de política monetária ou decisões dos bancos de modificar o montante de suas reservas na autoridade monetária, como a emissão de moeda – entendida como reflexo da expansão da demanda por moeda –, e a variação das reservas internacionais. Segundo, as operações de *open market*: ações do Banco Central de comprar e vender títulos públicos visando defender a meta de taxa de juros. Terceiro, as *standing facilities*: as operações de empréstimos do Banco Central (redesconto ou avanço de crédito) que ocorrem, ao contrário das operações de *open market*, por iniciativa dos bancos. E, finalmente, as reservas dos bancos no Banco Central.

O uso dessas categorias ajuda a análise ao destacar os fatores autônomos e diferenciar os mecanismos de política monetária, além de realçar o volume de reservas do sistema bancário no Banco Central que, de acordo com a preferência pela liquidez dos agentes financeiros, pode se situar acima das reservas obrigatórias exigidas na legislação vigente.

A Tabela 3, com os dados agrupados seguindo a metodologia de Bindseil (2004), mostra os efeitos das alterações da política monetária no balanço do Fed. A discussão, nesta parte do texto, restringe-se a olhar o período de 2006 - 2007. O valor total do balanço do Fed, ao final dos anos em questão (US\$ 878,4 e US\$ 918,7 bilhões), alcançou patamar bem abaixo do padrão seguido nos anos

---

(22) Como se sabe, o montante negociado de mercado de compromissadas, envolvendo as relações com a autoridade monetária e os acordos entre os agentes privados, alcança valores diários significativos. Em março de 2008, as operações de *repos*, somados os *overnight* e os *term repos* atingiram mais de US\$ 4,5 trilhões.

(23) Como colocam Adrian et al. (2009, p. 1): “*This provision of credit is designed to ease liquidity pressures in the broader “repo market,” the secured funding market where primary dealers and others normally obtain much of the financing for their securities holdings.*”

(24) O comunicado do Fed de 9/1/2006 estipulou em 100 pontos base o custo mínimo dessas operações.

seguintes. As políticas de enfrentamento da crise, como se discute à frente, alteraram o regime de política monetária, bem como a composição e a magnitude do balanço.

Tabela 3  
Balance sheet Federal Reserve

millions of dollars									
ASSETS					LIABILITIES				
2006	2007	2011	2013		2006	2007	2011	2013	
<b>Autonomous factors</b>									
Foreign currency incl. gold	11.037	11.037	11.037	11.037	Banknotes in circulation	783.019	791.692	1.034.052	1.197.920
Special drawing rights	2.200	2.200	5.200	5.200	US Treasury, general account	4.708	16.120	85.737	162.399
Coin	801	1.179	2.306	1.955	Capital and reserves	30.648	36.900	53.798	55.014
Other assets (1)	22.435	49.439	28.135	26.014	Other liabilities (6)	1.595	2.116	65.034	34.150
	36.473	63.855	46.678	44.206		819.970	846.828	1.238.621	1.449.483
<b>Monetary policy operations</b>									
OMO I (e.g. reverse operations) (2)	45.026	48.720	0	165	Liquidity-absorbing OMO I (e.g. reverse oper.)	29.615	43.985	99.900	315.924
OMO II (e.g. outright holdings of sec.) (3)	778.914	740.611	2.605.123	3.756.158	Liquidity-absorbing OMO II (7) (e.g. issuing debt certificates)	0	0	11.435	5.065
Liquidity injecting standing facility (4)	18.081	65.551	269.537	223.620	Liquidity (8) absorbing standing facility	10.210	7.157	9.128	4.607
	842.021	854.882	2.874.660	3.979.943		39.825	51.142	120.463	325.596
<b>Banks Reserves</b>									
					Reserves of banks (5)	18.699	20.767	1.562.253	2.249.070
<b>Total</b>	<b>878.494</b>	<b>918.737</b>	<b>2.921.338</b>	<b>4.024.149</b>		<b>878.494</b>	<b>918.737</b>	<b>2.921.337</b>	<b>4.024.149</b>

Fonte: 94th, 98th, 100th Annual Report - Board of Governors of the Federal Reserve System - table 9 - Statement of Conditions of the Federal Reserve Banks

Elaboração Própria

(1) Other assets = other assets denominated in foreing currencies + Bank Premises

(2) OMO I (open market operations) = securities purchased under agreements to resell + itens in process of collection

(3) 2013 = Treasury securities (\$2.208.775) + government-sponsored debt securities (\$57.221) + federal agency and governo.-sponsored enterprise mortgage-backed sec. (\$1.445)

(3) 2011 = Treasury securities (\$1.663.446) + government-sponsored debt securities (\$103.994) + federal agency and governo.-sponsored enterprise mortgage-backed sec. (\$83)

(4) 2007 = Liquidity = term auction credit + other loans to depository institutions + other (includes depository institutions overdraft)

(4) 2013 Liquidity = loans + unamortized premium + unamortized discount + net portfolio holdings + swaps + other

(4) 2011 Liquidity = loans (\$9.218) + net portfolio holdings (\$35.693) + swaps (\$99.823) + itens in process of collection (\$363) + other (\$124.440)

(5) Reserves of banks - including those to fulfil required reserves

(6) 2013 = foreign, official accounts (\$7970) + other (26.180)

(7) 2013 = accrued remittances to Treasury (\$4.791) + consolidated variables interest entities (\$274)

(7) 2011 = consolidated variables interest entities (\$10.535) + interest on Federal Reserve notes due to US Treasury (\$900)

(8) 2013 = deferred credit itens (\$1.127) + all other liabilities (\$3.480)

(8) 2011 = deferred credit itens (\$994) + all other liabilities (\$8.134)

O primeiro tópico a destacar é o movimento dos elementos autônomos. O volume de recursos nessa rubrica é definido basicamente por fatores não controlados diretamente pela autoridade monetária. A moeda em circulação reflete a demanda do público e os depósitos do governo respondem ao desenho institucional proposto no programa TT&L. O seu valor em 2006 mantém-se rigorosamente na meta proposta pelo TT&L. No ano seguinte, o montante supera o previsto, refletindo a instabilidade no limiar da crise, mas, ainda assim, continua presente a característica institucional de os depósitos da conta do Tesouro serem pouco expressivos.

O segundo tópico relevante corresponde ao montante das operações de política monetária, englobando as operações de *open market* e de empréstimos. As ações refletem o resultado da intervenção deliberada do Banco Central, com o propósito de atingir o objetivo estatutário de controlar a inflação e manter baixo o nível de desemprego. Nos balanços de 2006 e 2007, as operações de *open market* cumprem o papel canônico de instrumento central de gestão da FFR na política monetária convencional. As operações compromissadas são expressivas no decorrer do ano, mas o saldo existente compõe parcela pequena do balanço anual. A posse definitiva de títulos públicos (respectivamente, US\$ 778,9 e US\$ 740,6 bilhões) é o elemento de destaque do ativo até aquele momento.

O montante de empréstimos da autoridade monetária (*standing facilities*) segue padrão normal caso se compare com o que ocorreu nos anos seguintes, embora o valor das operações em 2007 (US\$

65,6 bilhões) seja bem superior ao de 2006 (US\$ 18,1 bilhões). Em 2007, o crescimento dos valores médios diários das operações e do número de dias em que os montantes superam US\$ 100 ou US\$ 500 milhões (Fed, 2008) revelam a mudança do quadro até então existente, mas este se caracteriza ainda como a resposta ao quadro de restrição de liquidez dentro do modelo de política monetária tradicional.

A alteração de caráter da política monetária, como se discute à frente, ocorre quando fica claro que os instrumentos tradicionais não eram suficientes diante da dimensão da crise. O movimento, neste momento, afetou pouco a posição passiva líquida do Tesouro (títulos públicos de posse do Fed menos depósitos do Tesouro): de um montante de US\$ 774,2 bilhões, atingiu US\$ 724,5 bilhões no final de 2007.

Finalmente, a variação do volume de reservas é outro elemento a ser considerado na análise da estrutura do balanço do banco central. As decisões do público, dos próprios bancos e do Fed afetam seu montante. O desenho institucional proposto desde o início dos anos 90 contribuiu para a existência de baixo valor de reservas no período anterior à crise (US\$ 18,7 em 2006 e US\$ 20,7 bilhões em 2007) e o pouco espaço que ocupou no balanço do Fed até aquele momento.

#### **4 As relações entre o Fed e o Tesouro**

A análise do *balance sheet* ajuda a entender as relações entre o Fed e o Tesouro. Primeiro, cabe examinar a composição e a formação da carteira de títulos do Fed. A sua carteira, no período de 2005-2007, é composta inteiramente de títulos do Tesouro, a maior parte em caráter definitivo. A participação dos títulos de transações temporárias é pouco expressiva, refletindo o saldo das operações compromissadas usadas na sustentação da taxa básica de juros, método usual de condução da política monetária do período (ver Tabela 4). Por outro lado, os títulos das agências federais (Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Bank) e *os mortgage-backed securities* lançados ou garantidos pelas agências federais (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) não têm lugar na carteira neste período. Não há restrição institucional para o carregamento desses títulos, mas a gestão convencional da política monetária, baseada no esforço de alcançar a meta da FFR, realiza-se a partir de operações com títulos públicos de posse do Fed.

A carteira de títulos públicos é relativamente estável e concentrada em *notes* e *bills*, títulos mais usados em operações de política monetária, com maior presença de títulos de curto prazo (1-90 dias) no caso das *bills* e de 1 a 5 anos entre as *notes* e *bonds*. Os *bonds* têm participação mais baixa, refletindo o menor espaço das operações com títulos longos na condução da política monetária.

O modo pelo qual a autoridade monetária ajusta a sua carteira às necessidades de operação da política monetária é relevante em termos institucionais. O embate sobre este ponto é antigo. No momento inicial de constituição das normas do *Federal Reserve*, implicitamente dava-se autorização para a compra de títulos direto do Tesouro. Os Feds regionais usaram esse direito no período da primeira guerra mundial e durante longo período após o conflito, até o Congresso vetar a operação em 1935. Nos anos seguintes houve alternâncias de fases, ora a ação era proibida ora se abriam exceções. A restrição tornou-se definitiva desde 1981, com o objetivo de controlar as contas do Tesouro e a independência do Fed (Garbade, 2014; GAO, 2006).

Tabela 4  
Federal Reserve Bank holdings of US Treasury and Federal Agency Securities

	december 31, millions of dollars				
	2005	2006	2007	2012	2013
<b>US Treasury Securities</b>					
<b>Held outright</b>	744.215	778.915	740.611	1.666.145	2.208.775
<b>by remaining maturity</b>					
<b>Bills</b>					
1-90 days	187.370	193.034	153.829	0	0
91 days to 1 year	83.900	83.985	74.012	0	0
<b>Notes and Bonds</b>					
1 year or less	128.287	129.594	101.447	21	474
more than 1 year through 5 years	210.745	224.177	240.562	378.476	763.329
more than 5 year through 10 years	56.699	67.645	81.947	862.410	864.700
more than 10 years	77.215	80.479	88.814	425.238	580.272
<b>by type</b>					
Bills	271.270	277.019	227.841	0	0
Notes	380.118	402.367	401.776	1.110.398	1.467.427
Bonds	92.827	99.528	110.995	555.747	741.348
<b>Federal Agency Securities</b>					
Held outright	0	0	0	76.783	57.221
<b>Mortgage-backed Securities</b>					
Held outright	0	0	0	926.662	1.490.162
<b>Temporary Transactions</b>					
repurchase agreements	46.750	40.750	46.500	0	0
reverse repurchase agreements	30.505	29.615	43.985	107.188	315.924

Fonte: FRS - 94th \ 100 th Annual Report

A partir de então, as regras institucionais exigem que as compras e vendas de títulos públicos pelo Fed ocorram exclusivamente por meio de operações de *open market*, em geral realizadas com os *dealers* primários<sup>25</sup>. O Fed tem no mercado de *open market* o caminho principal para ajustar a carteira, atuando normalmente via aquisição de títulos com prazo decorrido, com preços definidos em mercado.

O Fed atua também como agente fiscal do Tesouro e tem a tarefa de administrar a gestão do caixa do Tesouro que, como se viu acima, é definida por meio do Programa TT&L. A meta é manter montante estável da conta única do Tesouro, equivalente a US\$ 5 bilhões ou, em dias em que as operações são mais elevadas, de US\$ 7 bilhões.

O meio para atingir esse objetivo é transferir o trabalho de coleta dos tributos para instituições privadas oficialmente designadas. O TT&L classifica as instituições participantes em três categorias: i) as que simplesmente coletam os tributos e repassam os valores para as contas do Tesouro em um dos bancos do *Federal Reserve (collector institutions)*; ii) as *retainers institutions* responsáveis por coletar e, dentro de limites específicos e desde que tenham suficiente colateral, podem manter os recursos depositados em conta própria (*main account*), pagando juros, até o momento em que o Tesouro demande os recursos e iii) as *investor institutions* que têm ainda a permissão de receber investimentos do Tesouro, nos momentos em que a conta no Fed supera a meta estabelecida<sup>26</sup>. Os depósitos são garantidos por colaterais de diferentes tipos e recebem juros correspondentes à média semanal da taxa *overnight* FFR, menos 25 pontos base (Garbade et. al., 2004; Hillery; Thompson, 2000).

(25) Cf. Board of Governors of the Federal Reserve System. Federal Reserve Act, section 14 (b): “Notwithstanding any other provision of this chapter, any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market.”

(26) Como coloca Akhtar (1997, p. 20): “The Treasury can transfer funds into or out of the TT&L accounts on a daily basis to keep its Federal Reserve balances close to the target level. It can make a “call” before 11 a.m. on the larger depository institutions to transfer funds to the Fed on the same day, or the following day. It can make a “direct investment” to move funds from the Fed to the TT&L accounts”.

Os valores permanecem depositados nas instituições privadas e somente são repassados às contas do Tesouro no *Federal Reserve* quando solicitados para a cobertura de suas obrigações. Os pagamentos são quase todos realizados por intermédio do Fed com os recursos da conta do Tesouro. Como, em geral, a meta proposta para o valor a ser mantido no Fed é alcançada, salvo quando o sistema bancário, por exceder o limite de depósito ou não ter o volume suficiente de colateral, não consegue absorver o excesso de arrecadação, a conta do Tesouro tem baixa oscilação em tempos normais e facilita a gestão da liquidez, além de propiciar algum ganho com as aplicações financeiras.

As relações entre o Fed e o Tesouro também envolvem o repasse de recursos entre eles: o Fed carrega títulos públicos em carteira e recebe por eles a remuneração correspondente. No final do período, transfere ao Tesouro o restante de seus ganhos, depois de pagas todas as despesas, e, de acordo com o *Federal Reserve Act, section 7*, devem ser aplicados, a critério do Secretário do Tesouro, para elevar as reservas em ouro ou na liquidação de títulos da dívida pública<sup>27</sup>. Porém, caso as receitas não sejam suficientes para cobrir os gastos com as despesas administrativas, o pagamento dos dividendos e a retenção do capital excedente, não há transferência para o Tesouro e o Fed passa a reter os ganhos futuros até o montante necessário para cobrir as perdas, sendo esse valor registrado como um ativo diferido. (Carpenter et al., 2013).

O Quadro 2 apresenta o resultado das receitas e despesas do Fed<sup>28</sup>. As receitas provêm de diferentes fontes, sendo os juros pagos pelo Tesouro, de longe, o montante mais expressivo (\$40.298 bilhões em 2007). Além disso, merece destaque o ganho com as tarifas dos serviços prestados como parte do *US Payments System*. A partir do *Monetary Control Act* de 1980 o Congresso deu a todas as instituições depositantes acesso aos serviços de pagamento oferecido pelo Fed, bem como permitiu a cobrança de tarifas de certos serviços e estimulou a competição com fornecedores privados (Fed, 2005). O lado das despesas corresponde basicamente aos gastos operacionais e às transferências para sustentar a ação da instituição.

Quadro 2

FED INCOME STATEMENT						
millions of dollars						
Current Income			Treasury	Current Expenses		
	2007	2013		2007	2013	
US Treasury Securities	40.297,9	51.590,7		34.598,4	79.633,3	Payments to US Treasury
Interest on loans	71,3	6,0		992	1.649,30	Dividends paid
Foreign Currencies	574,5	96,0		324	616,3	Benefits plans
Services - Fees Income	1.513,2	615,5		3.125	147,1	Transferred to surplus
Profits on for. exch. transactions	1.886	-1.257,0		4.383	7.541,10	Operating expenses
other incomes	119	25,0		1.688	60,2	Interest on rev. repos (1)
other addition	n.d.	227,2		n.d.	5.211,90	Interest on reserves
GSEs debt securities	0	2.166,4		n.d.	10,8	interest on term deposits
Fd Ag./ GSE mortgage-backed sec.	0	36.628,6				

Federal Reserve System

Federal Reserve System - Annual Report 2007 and 2013 table 10 - Elaboração Própria  
Obs: (1) em 2007 inclui juros pagos nas reservas

(27) Cf. *Federal Reserve Act, section 7*: “The net earnings derived by the United States from Federal reserve banks shall, in the discretion of the Secretary, be used to supplement the gold reserve held against outstanding United States notes, or shall be applied to the reduction of the outstanding bonded indebtedness of the United States under regulations to be prescribed by the Secretary of the Treasury”.

(28) O Quadro 2 apoia-se em Ely (2011). *Monetary Policy and the Debt Ceiling: Examining the Relationship between Federal Reserve and Government Debt*. Cato Institute.

O resultado do Fed, em 2007, transferido ao Tesouro, alcançou US\$34.598 milhões. Mas, pode-se considerar que, de fato, o ganho do Tesouro se restringiu à diferença entre o que recebeu de repasse e o desembolso com o pagamento de juros dos títulos públicos na carteira do Fed, valor equivalente a US\$5,7 bilhões.

## 5 Política fiscal e gestão da dívida pública

O tesouro americano desfruta de condições altamente favoráveis de gestão da dívida pública quando se compara a outros países. O estoque de títulos públicos é parcela relativamente pequena do total geral de ativos (Tabela 5), bem como a profundidade e sofisticação do mercado financeiro privado facilitam as condições de colocação da dívida e definem um mercado de alta credibilidade e baixos spreads. Além disso, os EUA tomam emprestado somente na própria moeda, eliminando o risco cambial presente em outras nações, ao mesmo tempo em que atrai aplicações das reservas internacionais de diferentes países a um custo baixo, por ser o emissor da divisa-chave do sistema monetário internacional (IMF, WB, 2003).

O poder do governo dos EUA de se endividar é definido na Constituição. A atribuição é de competência do Congresso, que, por sua vez, delega a responsabilidade de gerir a dívida ao Departamento do Tesouro, comandado pelo Secretário do Tesouro, responsável pela política de gestão da dívida pública. A estrutura administrativa do Departamento do Tesouro é composta por *departmental offices*, órgãos responsáveis por formular e dirigir as políticas de competência das respectivas áreas, e por *bureaus*, que respondem pela parte operacional, sendo a administração da dívida conduzida pelo *Bureau of the Public Debt (BPD)*.

O Tesouro tem liberdade de colocar novos títulos e delinear a composição e estrutura a termo da dívida. Porém, o Congresso acompanha e supervisiona a gestão da dívida, bem como define, periodicamente, em lei, o valor máximo do estoque da dívida. O limite da dívida federal inclui os títulos carregados pelo público e pelos órgãos estatais, como os *Federal Trust Funds* (ex. *Social Security, Medicare, Transportation, Civil Service Retirement*), enquanto uma pequena parte da dívida fica fora do limite definido pelo Congresso<sup>29</sup>. Caso o montante da dívida alcance o limite legal (como ocorreu no final de 2012), o Tesouro perde a capacidade de lançar novos títulos até que o Congresso redefina o valor do teto da dívida. Em caso de demora, o Tesouro pode ser forçado a suspender os gastos. A questão é complexa, mas, na prática, o Tesouro recorre a medidas *ad hoc* para ganhar algum fôlego financeiro e evitar a paralisia da ação pública até a superação do impasse com o Congresso e a aprovação do novo limite da dívida pública<sup>30</sup>.

---

(29) Como coloca Austin e Levit (2012, p. 1 nota 1): “Approximately 0.5% of total debt is excluded from debt limit coverage. The Treasury defines “Total Public Debt Subject to Limit” as “the Total Public Debt Outstanding less Unamortized Discount on Treasury Bills and Zero-Coupon Treasury Bonds, old debt issued prior to 1917, and old currency called United States Notes, as well as Debt held by the Federal Financing Bank and Guaranteed Debt.”

(30) Austin e Levit (2012) discutem o impasse com o Congresso no final de 2012 sobre o novo limite de dívida pública e as medidas excepcionais usadas durante o período em que se estendeu o debate. Depois de alcançar o limite da dívida, o governo pagou as obrigações por meio de medidas excepcionais, suficientes, de acordo com as expectativas, para atender os gastos até meados de fevereiro ou início de março. Em 23 de janeiro, a Câmara aprovou a medida (H.R. 325) suspendendo o limite da dívida até 19 de maio (transformada em lei em fevereiro de 2013), o que facilitou o uso de medidas extraordinárias. Finalmente, em 19 de maio de 2013, o Congresso aprovou o novo limite de US\$16.699 bilhões, US\$ 305 bilhões acima do anterior.

Tabela 5  
Outstanding U.S. bond Market debt

	Municipal		Mortgage	Corporate	Federal Agency	Money		Treasury	
	Municipal	Treasury	Related	Debt	Securities	Markets	Asset-Backed	Total	Total
1990	1.178,6	2.195,8	1.340,1	1.350,3	421,5	1.328,9	66,2	7.881,5	27,9%
1991	1.272,1	2.471,6	1.577,1	1.454,6	421,5	1.215,7	91,7	8.504,3	29,1%
1992	1.295,4	2.754,1	1.774,3	1.557,1	462,4	1.157,9	116,4	9.117,6	30,2%
1993	1.361,7	2.989,5	2.209,0	1.782,8	550,8	1.143,6	132,5	10.170,0	29,4%
1994	1.325,8	3.126,0	2.352,9	1.931,1	727,7	1.229,1	161,9	10.854,5	28,8%
1995	1.268,2	3.307,2	2.432,1	2.087,5	924,0	1.367,6	214,9	11.601,4	28,5%
1996	1.261,6	3.459,7	2.606,4	2.247,9	925,8	1.572,7	296,8	12.371,0	28,0%
1997	1.318,5	3.456,8	2.871,8	2.457,5	1.021,8	1.871,1	392,5	13.390,0	25,8%
1998	1.402,7	3.355,5	3.243,4	2.779,4	1.302,1	2.091,9	477,8	14.652,8	22,9%
1999	1.457,1	3.266,0	3.832,2	3.120,0	1.620,0	2.452,7	583,5	16.331,5	20,0%
2000	1.480,7	2.951,9	4.119,3	3.400,5	1.853,7	2.815,8	699,5	17.321,5	17,0%
2001	1.603,4	2.967,5	4.711,0	3.824,6	2.157,4	2.715,0	811,9	18.790,8	15,8%
2002	1.762,8	3.204,9	5.286,3	4.035,5	2.377,7	2.637,2	902,0	20.206,3	15,9%
2003	1.900,4	3.574,9	5.708,0	4.310,4	2.626,2	2.616,1	992,7	21.728,6	16,5%
2004	2.821,2	3.943,6	6.289,1	4.537,9	2.700,6	2.996,1	1.096,7	24.385,2	16,2%
2005	3.019,3	4.165,9	7.206,4	4.604,0	2.616,0	3.536,6	1.275,0	26.423,2	15,8%
2006	3.189,3	4.322,9	8.376,0	4.842,5	2.634,0	4.140,0	1.642,8	29.147,4	14,8%
2007	3.424,8	4.516,7	9.372,6	5.254,3	2.906,2	4.310,8	1.938,7	31.724,1	14,2%
2008	3.517,2	5.783,6	9.457,6	5.417,5	3.210,6	3.939,3	1.799,1	33.125,0	17,5%
2009	3.672,5	7.260,6	9.341,6	5.934,5	2.727,5	3.243,9	1.682,0	33.862,6	21,4%
2010	3.772,1	8.853,0	9.221,4	6.543,4	2.538,8	2.980,8	1.476,2	35.385,8	25,0%
2011	3.719,4	9.928,4	9.043,8	6.618,1	2.326,9	2.719,3	1.329,9	35.685,8	27,8%
2012	3.714,4	11.046,1	8.814,9	7.049,6	2.095,8	2.612,3	1.253,4	36.586,6	30,2%
2013	3.671,2	11.854,4	8.720,1	7.458,6	2.056,9	2.713,7	1.252,3	37.727,1	31,4%
2014	3.652,4	12.504,8	8.729,4	7.846,2	2.028,7	2.903,3	1.336,9	39.001,7	32,1%

Fonte: SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association

O Secretário do Tesouro é obrigado a encaminhar anualmente ao Congresso um relatório com informações detalhadas sobre o comportamento passado e esperado da dívida, com base nas projeções orçamentárias, de modo a facilitar o acompanhamento legislativo e garantir a *accountability* da gestão da dívida. Ademais, o *US Government Accountability Office* (GAO), órgão ligado ao Congresso, tem a prerrogativa de auditar as operações do Tesouro no manejo da dívida.

A estratégia de gestão da dívida, de acordo com o departamento do Tesouro, coloca-se nos seguintes termos: *“The Treasury Department's primary goal in debt management is to finance government borrowing needs at the lowest cost over time. We believe the best way to meet this objective is to issue debt in a regular and predictable pattern, provide transparency in our decision-making process, and seek continuous improvements in the auction process. The risks to regular and predictable issuance result from unexpected changes in our borrowing requirements, changes in the demand for our securities, and anything that inhibits timely sales of our securities. To reduce these risks, we closely monitor economic conditions, fiscal policy and market activity, and, if necessary, respond with appropriate changes in debt issuance based on analysis and consultation with market participants”* (US. Department of the Treasury).

A partir deste arcabouço geral, o *Quarterly Refunding* define as diretrizes a serem seguidas a cada quadrimestre, baseado em consultas ao setor privado - por meio de questões e entrevistas presenciais com os *primary dealers* - e nas sugestões do relatório do *Treasury Borrowing Advisory Committee*, órgão consultivo, composto por representantes de firmas com relevante atuação na negociação e compra de títulos da dívida pública.

Uma vez definida a necessidade de financiamento e a estratégia de gestão da dívida, é feito o anúncio de qual é o volume e a composição dos títulos a serem lançados ao mercado, divididos em curtos, médios e longos, de modo a assegurar a liquidez e a maturidade média da dívida.

A estrutura da dívida Federal é dividida em dois blocos: i) a dívida mantida junto ao público e ii) a dívida intragovernamental (Tabela 6). O primeiro é composto fundamentalmente dos títulos do Tesouro carregados por investidores fora do governo federal, incluindo os que estão em posse de indivíduos, corporações, estrangeiros, governos estaduais e locais e o *Federal Reserve*. Isto é, os títulos na carteira da autoridade monetária contam na dívida junto ao público. Além disso, há os títulos não comercializáveis, composto pelos *State and Local Government Series (SLGS)*<sup>31</sup>, os *Savings Bonds* e os *Government Account*<sup>32</sup>.

Tabela 6  
Treasury Securities Outstanding

milions of dollars, - December 31

Title	Amount Outstanding											
	Debt Held by the Public				Intragovernmental holdings				Totals			
	2014	2013	2009	2007	2014	2013	2009	2007	2014	2013	2009	2007
<b>Marketable:</b>												
Bills	1456.692	1590.563	1787.913	999.547	1193	1389	5.567	4.327	1457.885	1591.952	1793.480	1003.875
Notes	8.221.366	7.875.065	4.179.412	2.487.368	7.820	6.669	1.696	1.119	8.229.186	7.881.734	4.181.108	2.488.487
Bonds	1576.087	1408.110	714.672	558.447	79	43	3.259	91	1576.166	1408.153	717.931	558.538
TIPS	0	0	0	471.430	0	0	0	296	0	0	0	471.686
Treasury Inflation-Protected	1077.503	972.555	567.851	0	52	41	205	0	1077.554	972.596	568.055	0
Floating Rate Notes <sup>21</sup>	163.991	0	0	0	0	0	0	0	163.991	0	0	0
Federal Financing Bank	0	0	0	0	13.612	15.000	11.921	14.000	13.612	15.000	11.921	14.000
<b>Total Marketable</b>	<b>12.495.638</b>	<b>11.846.292</b>	<b>7.249.848</b>	<b>4.516.792</b>	<b>22.756</b>	<b>23.142</b>	<b>22.648</b>	<b>19.973</b>	<b>12.483.297</b>	<b>11.869.434</b>	<b>7.272.496</b>	<b>4.536.585</b>
<b>Nonmarketable:</b>												
Domestic Series	29.995	29.995	29.995	29.995	0	0	0	0	29.995	29.995	29.995	29.995
Foreign Series	264	2.986	4.386	2.986	0	0	0	0	264	2.986	4.386	2.986
R.E.A. Series	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1
State and Local Gov. Series	116.490	116.488	214.138	293.239	0	0	0	0	116.490	116.488	214.138	293.239
U.S. Savings Securities	175.970	179.226	191.298	196.452	0	0	0	0	175.970	179.226	191.298	196.452
Government Account Series	203.968	179.999	119.932	91.189	5.094.243	4.972.909	4.477.200	4.073.077	5.298.211	5.152.908	4.597.132	4.164.266
Hope Bonds	0	0	0	0	494	494	492	0	494	494	492	0
Other	1.625	1.440	1.411	5.648	0	0	0	0	1.625	1.440	1.411	5.648
<b>Total Nonmarketable</b>	<b>528.313</b>	<b>509.134</b>	<b>561.161</b>	<b>619.510</b>	<b>5.094.737</b>	<b>4.973.402</b>	<b>4.477.693</b>	<b>4.073.077</b>	<b>5.623.050</b>	<b>5.482.537</b>	<b>5.038.853</b>	<b>4.692.587</b>
<b>Total Public Debt Outstanding</b>	<b>13.023.951</b>	<b>12.355.427</b>	<b>7.811.009</b>	<b>5.136.303</b>	<b>5.117.493</b>	<b>4.996.544</b>	<b>4.500.341</b>	<b>4.092.870</b>	<b>18.141.444</b>	<b>17.351.971</b>	<b>12.311.350</b>	<b>9.229.173</b>

Fonte: Monthly Statement of the public debt

O *Federal Financing Bank* (FFB) merece um olhar atento. O FFB é uma corporação governamental, criada pelo Congresso em 1973, sob a supervisão da Secretaria do Tesouro, com autorização para se endividar junto ao público ou diretamente no Tesouro (limite de US\$ 15 bilhões),

(31) Cf. Treasury Direct: “*Treasury Securities – State and Local Government Series*” – also known as “*SLGS*” – are special purpose securities that the Department of the Treasury issues to state and local government entities, upon request by those entities, to assist them in complying with Federal tax laws and Internal Revenue Service arbitrage regulations when they have cash proceeds to invest from their issuance of tax exempt bonds”.

(32) Cf. Austin (2011, p. 6): “*The Government Account within the nonmarketable portion of debt held by the public mostly comprises funds belonging to the Thrift Savings Plan (TSP), a defined contribution plan for Federal employees. The Government Account also includes various escrow, claims, and settlement funds*”.

sem que essas obrigações entrem no cálculo do limite da dívida pública<sup>33</sup>. A atuação do órgão tem o objetivo de centralizar e de reduzir o custo dos empréstimos federais realizados pelos programas de políticas públicas. A instituição foi constituída para ser o veículo por meio do qual as agências Federais financiam os seus programas e, no cumprimento de suas atribuições, está autorizada a comprar as obrigações lançadas, vendidas ou garantidas por agências federais, ou seja, pode financiá-las diretamente ou oferecer crédito a terceiros que contem com sua garantia.

A dívida intragovernamental, por sua vez, é composta de títulos do Tesouro, não negociáveis, mantidos por mais de 240 contas administradas pelo governo Federal, os *Federal trust funds*, vinculados a programas sociais – com destaque para o *Social Security, Medicare, Military Retirement and Health Care, Civil Service Retirement e Disability Trust funds* – que, por lei, devem aplicar os recursos em títulos do Tesouro ou com sua garantia total, sendo que os juros são pagos com recursos orçamentários ou com a colocação de novos títulos<sup>34</sup>.

Os títulos públicos na carteira dos *trust funds*, mesmo fora de mercado, compõem o limite da dívida pública federal definida pelo Congresso (Austin, 2011). Por outro lado, cabe destacar as obrigações das agências federais (*Federal agencies*) e das *Government-sponsored enterprises* (GSE)<sup>35</sup>. As agências Federais são entidades do governo americano e as GSE são organizações quasi-governamentais criadas e autorizadas a funcionar por lei, embora sejam de propriedade privada e a diretoria eleita majoritariamente por seus proprietários. Constituem-se como instituições financeiras com poder de oferecer garantias e dar crédito a setores específicos, além de lançar títulos próprios, sem garantia oficial, em montante ilimitado, ou seja, não compõem o conjunto da dívida pública sujeita ao limite<sup>36</sup>.

Os seus títulos, apesar de não serem livres de risco, são vistos como de alta qualidade, graças à condição de órgãos afiliados ao setor público. Como coloca Fabozzi e Flemming (2004), várias das agências têm autorização para tomar empréstimos diretamente do Tesouro e a percepção do mercado sempre foi de que há o aval implícito do governo, já que não permitiria o *default* das obrigações, como de fato ocorreu nos anos de crise.

## 5.1 Característica dos títulos e composição da dívida pública junto ao público

A dívida mantida junto ao público abrange os títulos do Tesouro e uma parte pouco relevante de títulos das agências federais. A dívida do Tesouro é composta de diferentes tipos de títulos,

---

(33) O Tesouro valeu-se dessa prerrogativa para ganhar algum espaço de gestão nos momentos de conflito na negociação do teto da dívida pública. Em 2013, o FFB usou suas obrigações no valor de cerca de US\$ 9 bilhões e trocou por valor equivalente de títulos públicos existentes na carteira do *Civil Service Retirement and Disability Fund* (CSRDF) – que estão contabilizados no teto da dívida – e, em seguida, usou esses títulos para pagar os seus próprios empréstimos junto ao Tesouro. O Departamento do Tesouro pode, então, extinguir os títulos recebidos do FFB e, assim, obter uma folga antes de atingir o limite da dívida.

(34) Cf. Austin (2011 p. 6): “*The Social Security Old Age and Survivors’ Insurance (OASI) account is the Federal trust fund with the largest holdings of Treasury securities. The largest 20 trust funds account for about 98% of intragovernmental debt*”.

(35) As agências federais (Defense Department, Export-Import Bank, Federal Housing Administration, Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Postal Service, Tennessee Valley Authority e United States Railway Association) podem lançar títulos, com a garantia do Tesouro. As GSEs são entidades privadas, com títulos, originalmente, não garantidos pelo Tesouro, compreendem: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal Home Loan Banks, Farm Credit Banks, Student Loan Marketing Association, Financing Corporation, Resolution Funding Corporation.

(36) Como coloca Kosar (2007), as GSEs são instituições financeiras com poder de: “*(i) make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector, and (ii) raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts*”.

definidos como *discount* ou *coupon securities*. Os *discount securities* não fixam juros e pagam o valor de face no vencimento. O lançamento no mercado primário é feito com desconto em relação ao valor do título e o rendimento é dado pela diferença entre o valor de compra e o de resgate. Os *coupon securities* pagam uma taxa de juros específica a cada 6 meses e são resgatados por seu valor de face no vencimento.

As *Treasury Bills* (T-bills) são *discount securities* e suas taxas de juros, apesar de sofrerem a influência de diferentes fatores, acompanham as alterações da FFR porque se colocam como a alternativa imediata a outros ativos de baixo risco existentes no mercado. A maturidade das T-bills varia de poucos dias a 52 semanas e, tradicionalmente, tem prazos de 4 semanas (1 mês), 13 semanas (3 meses), 26 semanas (6 meses) ou 52 semanas (1 ano). Os leilões acontecem todas as semanas, com exceção das T-bills de 52 semanas, com frequência mensal. Além disso, há outros T-bills, conhecidos como Cash Management Bills (CM Bills) com diferentes maturidades, em geral de pouco dias, que são utilizados *ad hoc* como meio auxiliar na gestão de caixa do Tesouro, cujos leilões não obedecem a prazos regulares e são anunciados com antecedência de 4 dias<sup>37</sup>.

As *Treasury Notes* (T-notes), títulos com maturidade acima de 1 e inferior a 10 anos, são do tipo *coupon securities*, atualmente com prazos de 2, 3, 5, 7 e 10 anos, com pagamento de juros com base semestral. Os leilões dos títulos com maturidade de 2 a 7 anos são mensais, enquanto que os de 10 anos acompanham o *Quarterly Refunding* (fevereiro, maio, agosto e novembro), mas, comumente, são oferecidas quantidades adicionais, conhecidos como *reopenings*, no decorrer do tempo, no lugar de lançamento de novos títulos.

Os *Treasury Bonds* (T-bonds), por sua vez, são *coupon securities* com maturidade acima de 10 anos, atualmente 30 anos, cujos leilões e *reopenings* seguem procedimentos semelhantes ao dos T-notes.

O Tesouro, desde 1997, passou a vender os *inflation-indexed securities* (TIPS), títulos indexados a um índice de preços (*consumer price index for all urban consumer-CPI-U*), com maturidade de 5, 10 e 30 anos e juros pagos semestralmente como porcentagem do valor do principal ajustado do título. Enquanto que, no vencimento, o investidor recebe o valor ajustado do principal ou o valor original do título, o que for maior. Isto é, há proteção também contra eventual deflação (Brian; Elsasser, 2004).

O instrumento conhecido como STRIPS, processo pelo qual os investidores negociam separadamente os cupons de recebimento de juros e o valor do principal dos T-notes e T-bonds, cria títulos que se caracterizam como *zero-coupon securities*, com os ganhos sendo pagos unicamente no vencimento, que é comumente utilizado para atender o interesse dos que desejam receber um valor conhecido em data específica no futuro.

Os leilões no mercado primário têm ampla transparência e são abertos a todas as entidades. O *Treasury Department*, por meio de um comunicado de imprensa, anuncia o fato com antecedência, detalhando o volume, o tipo e as condições específicas dos títulos a serem oferecidos. Os lances são de dois tipos. Os não competitivos (*noncompetitive bid*), em que os investidores aceitam a taxa de desconto definida no leilão e recebem os títulos com maturidade e volume desejados, observados os

---

(37) Como coloca GAO (2006 p. 7): “*Treasury supplements its regular and predictable schedule with flexible securities called cash management (CM) bills. Unlike for other securities, Treasury does not publish information on CM bills on its auction schedule. Instead, Treasury generally announces CM bill auctions anywhere from 1 to 4 days ahead of the auction. The term to maturity – the length of time the bill is outstanding – varies according to Treasury’s cash needs. CM bills allow Treasury to finance very short-term cash needs – for as little as 1 day – while providing short notice to market participants.*”

limites de US\$ 1 bilhão para as T-bills e US\$ 5 bilhões para as T-notes, T-bonds e FRN e os competitivos (*competitive bid*), em que o investidor define a taxa de desconto que deseja e há imposição de limites à parcela de compra dado o total de títulos oferecidos no leilão, de modo que o resultado final de cada agente varia de acordo com as condições específicas do leilão<sup>38</sup>.

A comercialização dos títulos ocorre no mercado secundário. Ocasionalmente pode ser aberta a possibilidade de o Tesouro criar programas específicos de recompra de títulos (*buybacks programs*), com o objetivo de adequar o volume, a estrutura e a maturidade da dívida pública. Os programas, *eventuais*, permitem antecipar o resgate por meio de ofertas de compra (*reverse auctions*) de títulos específicos, em volume e condições definidas a priori. Trata-se de uma política deliberada dos gestores da dívida pública, utilizada ocasionalmente, para atender os interesses do Tesouro de adequação do perfil e do custo da dívida a uma situação econômica específica e não de um mecanismo de proteção dos tomadores de títulos diante de oscilações de mercado. Os investidores que buscam negociar os títulos antes do vencimento recorrem ao mercado secundário e não contam com esse expediente na tomada de decisão sobre a composição de seus portfólios.

O programa mais relevante ocorreu durante o período de março de 2000 a abril de 2002. A existência de superávits orçamentários, governo Clinton, levou ao resgate dos títulos curtos e médios (T-bills e T-notes) e ao aumento da participação relativa dos títulos longos (T-bonds) na composição da dívida, elevando o seu custo, considerando a presença de uma curva de juros típica, positivamente inclinada. A série de 45 *reverse auctions*, responsável pelo resgate de US\$ 67,5 bilhões de T-bonds, procurou balancear a estrutura da dívida entre títulos curtos, médios e longos (Garbade, Rutherford, 2007).

Os *buybacks programs*, com o sucesso da iniciativa, passaram a ser vistos como meio de flexibilizar a gestão da dívida e permitir o ajuste de sua composição, maturidade e custo, sem comprometer a liquidez de um tipo determinado de título. Entretanto, mesmo aceito institucionalmente, o mecanismo só voltou a ser usado, timidamente, em 2014. O que sugere a pouca relevância desse instrumento na gestão cotidiana da dívida pública, com os títulos em mercado sendo resgatados no vencimento ou negociados no mercado secundário.

Tabela 7  
Treasury securities outstanding  
Debt held by the public

	millions of dollars									
	2006		2007		2009		2013		2014	
	december, 31									
<b>Marketable:</b>										
<b>Bills</b>	940.772	22%	999.547	22%	1.787.913	25%	1.590.563	13%	1.456.692	12%
<b>Notes</b>	2.440.466	56%	2.487.368	55%	4.179.412	58%	7.875.065	66%	8.221.366	66%
<b>Bonds</b>	530.548	12%	558.447	12%	714.672	10%	1.408.110	12%	1.576.087	13%
<b>Inflation-Protected Securities</b>	411.075	10%	471.430	10%	567.851	8%	972.555	8%	1.077.503	9%
<b>Federal Financing Bank</b>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Floating Rate Notes</b>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	163.991	1%
<b>Total Marketable</b>	<b>4.322.860</b>	<b>100%</b>	<b>4.516.792</b>	<b>100%</b>	<b>7.249.848</b>	<b>100%</b>	<b>11.846.292</b>	<b>100%</b>	<b>12.495.638</b>	<b>100%</b>

Monthly Statement of the public debt. Elaboração Própria

(38) Cf. Treasury Direct: “Your bid may be: 1) accepted in the full amount you want if the rate you specify is less than the discount rate set by the auction, 2) accepted in less than the full amount you want if your bid is equal to the high discount rate, or 3) rejected if the rate you specify is higher than the discount rate set at the auction”.

A composição da dívida pública, como mostram os dados da Tabela 7, é concentrada nas Tnotes e os *coupon securities* (T-notes e T-bonds) ocupam parcela expressiva do total. Como estes títulos são de longo prazo e pagam os juros definidos nos leilões, estão mais sujeitos a riscos decorrentes das mudanças da política monetária. Como é comum, a política monetária baliza a taxa de juros definidas nos leilões de títulos e o custo da dívida pública, sobretudo, no caso das T-bills que apresenta alta correlação com a taxa de juros básica. A variação da FFR provoca perdas (ganhos) no preço de mercado dos títulos em função do aumento (queda) da taxa básica. Certamente, o efeito do aumento da taxa de juros no valor de mercado dos títulos da dívida pública limita a liberdade da política monetária, já que é preciso levar em conta o impacto provocado pelas perdas dos detentores dos títulos. Embora, no caso americano, este efeito seja parcialmente minimizado pelo fato de os títulos públicos terem menor participação no total dos ativos lançados na economia em comparação com outros países, como o Brasil.

O reflexo da mudança da política monetária no custo da dívida, por sua vez, não ocorre de imediato, pois o estoque de títulos tem taxas de juros já estabelecidas quando ocorrem os leilões. O efeito se dá, na margem, no momento em que os novos leilões incorporam as taxas de juros então vigentes. Esta questão é particularmente relevante e acontece em razão de existir a separação entre a política monetária e o carregamento da dívida pública graças à relevância do mercado secundário, a prática usual de não recompra dos títulos e o valor pouco expressivo do saldo das operações compromissadas.

## 5.2 A dívida pública por tipo de investidor

O fato de o dólar ser a divisa chave internacional reforça a participação do investidor estrangeiro na dívida pública junto ao público. A aplicação de parte preponderante das reservas internacionais em títulos do governo americano é amplamente aceita e explica o peso relevante da participação estrangeira, de mais de metade da dívida junto ao público (Tabela 8). A segurança e liquidez do dólar criam um mercado cativo e estável, não sujeito a movimentos especulativos, ao contrário, os títulos americanos atuam como porto seguro ao capital internacional e isto justifica o fato de crescer a demanda por esses títulos em momentos de crise.

Tabela 8  
Estimated ownership of U.S. Treasury Securities

Dez	billions of dollars																			
	Total public held (1)	SOMA + intra government Holdings (2)	Total privately held	depository institutions (3)	U.S. savings bonds	Pension Funds (4)	Insurance companies	Mutual Funds (5)	State + local governments	Foreign + international (6)	Other investor (7)									
2014	18.141	7.579	10.563	100%	518	4,90%	176	1,67%	787	7,45%	282	2,67%	1.146	10,85%	601	5,69%	6.156	58,28%	895	8,47%
2013	17.352	7.205	10.147	100%	321	3,16%	179	1,76%	696	6,86%	264	2,60%	1.126	11,10%	584	5,76%	5.793	57,09%	1.184	11,67%
2012	16.433	6.524	9.909	100%	348	3,51%	182	1,84%	631	6,37%	271	2,73%	1.038	10,48%	599	6,05%	5.574	56,25%	1.266	12,78%
2011	15.223	6.440	8.783	100%	280	3,19%	185	2,11%	555	6,32%	272	3,10%	902	10,27%	559	6,36%	5.007	57,01%	1.022	11,64%
2010	14.025	5.656	8.369	100%	319	3,81%	188	2,25%	496	5,93%	248	2,96%	720	8,60%	596	7,12%	4.436	53,01%	1.366	16,32%
2009	12.311	5.277	7.034	100%	202	2,87%	191	2,72%	447	6,35%	222	3,16%	669	9,51%	586	8,33%	3.685	52,39%	1.032	14,67%
2008	10.700	4.806	5.893	100%	105	1,78%	194	3,29%	390	6,62%	171	2,90%	758	12,86%	601	10,20%	3.077	52,21%	597	10,13%
2007	9.229	4.834	4.396	100%	130	2,96%	196	4,46%	373	8,48%	142	3,23%	344	7,83%	648	14,74%	2.353	53,53%	210	4,78%
2006	8.680	4.558	4.122	100%	115	2,79%	202	4,90%	369	8,95%	198	4,80%	248	6,02%	571	13,85%	2.103	51,02%	316	7,67%
2005	8.170	4.200	3.971	100%	129	3,25%	205	5,16%	338	8,51%	202	5,09%	254	6,40%	512	12,89%	2.034	51,22%	295	7,43%

Fonte: Treasury Bulletin

(1) Source: "Monthly Statement of the Public Debt of the United States (MSPD)." Face value.

(2) As of February 2005, the debt held by Government Accounts was renamed to Intragovernmental holdings.

(3) Includes U.S. chartered depository institutions, foreign banking offices in the United States, banks in U.S. affiliated areas, credit unions, and bank holding companies.

(4) Includes U.S. Treasury securities held by the Federal Employees Retirement System Thrift Savings Plan "G Fund."

(5) Includes money market mutual funds, mutual funds, and closed-end investment companies.

(6) Includes nonmarketable foreign series, Treasury securities, and Treasury deposit funds. Excludes Treasury securities held under repurchase agreements in custody accounts at the Federal Reserve Bank of New York

(7) Includes individuals, Government-sponsored enterprises, brokers and dealers, bank personal trusts and estates, corporate and non-corporate businesses, and other investors.

A Tabela 9 apresenta os maiores investidores externos em títulos da dívida americana. A forte presença da China e do Japão merece destaque, mas, os outros países, em geral, mantêm ou elevam as aplicações no decorrer do tempo. O Brasil mais do que dobra a sua posição entre 2007 e 2014, em compasso com o crescimento das suas reservas internacionais.

Tabela 9  
Maiores investidores externos em títulos do tesouro

Países	bilhões de dólares			
	nov/05	nov/07	nov/13	nov/14
China	303,9	458,9	1316,7	1250,4
Japão	667,9	590,9	1186,4	1241,5
Bélgica	15,6	14,2	200,6	335,7
Países do Caribe (1)	81,2	107,4	290,9	331,5
Exportadores de óleo (2)	79,3	13,7	236,2	278,9
Brasil	28,8	121,7	246,9	264,2
Suíça	30,7	38,1	176,6	183,8
Reino Unido	135,5	174,3	161,5	174,5
Taiwan	68,3	37,1	183,7	170,6
Luxemburgo	36,6	68,3	130,4	167,3
Hong Kong	42,8	51,7	141,7	165,6
Irlanda	23,0	17,5	116,9	127,4
Singapura	33,4	40,2	87,2	110,1
Rússia	n.d.	33,5	139,9	108,1
Total (inclue outros)	2034,0	2337,1	5655,1	6112,4

(1) Inclue: Bahamas, Bermuda, Cayman, Antilhas Holandesas, Panamá e Ilhas Virgens

(2) Exportadores de óleo inclue: Equador, Venezuela, Indonésia, Bahrain, Iran, Iraque, Kuwait, Oman, Qatar, Arábia Saudita, Emirados Árabes, Argélia, Gabão, Líbia e Nigéria

Fonte: Department of the Treasury/Federal Reserve Board

O restante da dívida pública junto ao público, em posse de residentes dos EUA, é distribuída entre vários tomadores, com destaque para os investidores institucionais, como os fundos de pensão, os estados e governos locais e os *mutual funds*, que cresceram de importância nos anos pós-crise. Os *depository institutions*, embora não tenham peso muito expressivo, elevaram a participação nos anos recentes. É interessante destacar, como colocam Labonte e Nagel (2014), que as aplicações oficiais, de estrangeiros e investidores internos, correspondem a cerca de 70% da dívida total, o que fortalece a estabilidade da gestão da dívida.

## 6 Crise e os caminhos da política monetária

A crise levou o Fed a abandonar a prática anterior de usar um único instrumento e o *leitmotiv* da política monetária passou a ser a sustentação da liquidez do sistema bancário, a fim de manter o acesso às operações no mercado financeiro e evitar o movimento rápido de desalavancagem, que provocaria a queda expressiva dos preços dos ativos e os custos sociais decorrentes da falência de instituições com problemas de liquidez, mesmo que solventes (Bindseil, 2014).

O Fed estendeu o seu escopo de atuação, lançou mão de normas institucionais não usadas há anos e adotou medidas não convencionais. O Congresso, por sua vez, ganhou proeminência política, pois coube a ele aprovar leis autorizando as autoridades fiscais e monetárias a agirem no enfrentamento da crise com liberdade e poderes não usuais.

As políticas de intervenção alteraram o *modus operandi* da fase anterior. Como colocou Goodfriend (2011), a política monetária do pós-crise afastou-se do que o autor chama de política monetária pura, entendida como o uso sistemático das operações de *open market* em defesa da taxa de juros básica (FFR), e engendraram outro regime baseado (1) na política de crédito, com impacto significativo nas posições ativas e passivas do *Federal Reserve* e (2) na decisão de influenciar o nível da taxa de juros por meio do pagamento de juros nas reservas bancárias das instituições depositantes. Além disso, a crise, diante da imposição de as autoridades agirem, estreitou os laços entre Fed e o Tesouro.

O olhar sobre a condução da política monetária e as suas conexões com a política fiscal permite esclarecer os caminhos de articulação entre o Fed e o Tesouro, os limites da independência da autoridade monetária e as mudanças na gestão da dívida pública. O que se segue busca caracterizar as ações da política monetária não convencional e os seus reflexos (i) no balanço do Fed, (ii) na relação entre o Tesouro e o Fed e (iii) na dinâmica da dívida pública.

### 6.1 Avanço da política de crédito

O Fed, no momento inicial, manteve os moldes tradicionais de condução da política monetária e respondeu à crise com o uso dos instrumentos convencionais. O movimento imediato resultou na redução a quase zero da meta da *overnight Federal Fund* com o objetivo de provocar a queda da taxa de juros de mercado. Além disso, o problema de liquidez mereceu atenção particular, com a autoridade monetária cumprindo a tarefa de prestador em última instância. Cresceu o uso da *discount window*. As instituições depositantes receberam empréstimos a custos mais baixos e com vencimento de até 90 dias, ao invés do usual *overnight*. As operações de *repos* (empréstimos de curto prazo com colaterais) ganharam fôlego como forma de ampliar a liquidez de agentes com dificuldades. Finalmente, o Fed expandiu suas linhas de *swap* para bancos centrais no exterior com o objetivo de ampliar a oferta de fundos denominados em dólares a bancos comerciais no exterior (CBO, 2010).

O desenrolar dos acontecimentos logo mostrou que a política monetária convencional não seria capaz de sustentar a taxa de juros no nível desejado e de responder às demandas impostas pela crise. O risco de deflação de ativos e de colapso de entidades públicas e privadas levou a alterações da estratégia e ao uso de instrumentos excepcionais.

A expansão da política de crédito buscou recuperar a liquidez do sistema e dar apoio a importantes instituições financeiras, apelando a três conjuntos de medidas: i) reforço do papel tradicional do banco central de prestador em última instância, ii) provisão de liquidez diretamente a tomadores de crédito e investidores em setores chaves da economia e iii) compra de títulos de longo prazo para o portfólio do Fed (Bernanke, 2009).

Novos programas de política monetária reforçaram o papel de prestador em última instância do Fed. A criação do *Term Auction Facility* (TAF), em dezembro de 2007, surgiu como extensão da política de redesconto para prover empréstimos às instituições depositárias, baseados em colateral, com a duração variando de um a três meses – acima do usual – e a especificidade de que a liberação dos recursos só se daria três dias após o aceite da operação. As características dos empréstimos afastaram as instituições com necessidade imediata de liquidez, a fim de minimizar os rumores de que os agentes demandantes encontravam-se insolventes.

A expansão da oferta de crédito do TAF não se mostrou suficiente diante da gravidade da crise. Em tempos normais, a ação do Fed de ampliar as reservas bancárias permitiria aos bancos atenderem à demanda de liquidez. Porém, a retração do crédito bancário inibiu esse canal de transmissão e deu livre curso à política monetária não convencional, com a criação de mecanismos excepcionais de crédito de liquidez (CBO, 2010; Labonte, 2008).

A preocupação com o impacto da crise no mercado internacional fez o Fed autorizar a criação de uma linha de crédito (*Dollar Swap Line*) para atender a demanda de recursos denominados em dólar de bancos privados estrangeiros e realizar um acordo com outros bancos centrais (*Foreign Currency Swap Line*) para garantir às instituições financeiras americanas liquidez em moeda estrangeira. Além disso, a contração da oferta de crédito levou o Fed a lançar novos programas visando destravar o crédito. O *Term Security Lending Facility* (TSLF), introduzido em março de 2008, buscou reestabelecer o fluxo das operações e a liquidez no mercado monetário por meio de operações de troca, por um período de 28 dias, de títulos do Tesouro por outros, usados como colaterais, menos líquidos e de menor qualidade.

A maior oferta de títulos públicos buscava frear a queda da *Treasury GC repo rate* e o aumento do *spread* em relação à FFR (Hrung; Seligman, 2011). O *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), por sua vez, deu permissão aos *dealers* para usarem colaterais de menor qualidade para terem acesso à liquidez, criando, assim, fonte alternativa de financiamento aos agentes com dificuldade de cobrir as posições no *tri-party market*. O propósito foi evitar que os *clearing banks*, na tentativa de reduzirem a exposição a um *dealer* em *default*, pudessem se desfazer dos colaterais em seu poder e provocar queda mais acentuada no preço dos títulos.

A outra face da política de empréstador em última instância consubstanciou-se no apoio a instituições consideradas vitais para evitar o colapso do mercado financeiro. A especificidade do programa não se coloca apenas no seu caráter extraordinário, mas, como se discute à frente, na estreita colaboração entre o Tesouro e o Fed.

O caráter incomum das medidas revela-se na atuação da autoridade monetária. O seu raio de manobra é amplo no uso dos instrumentos tradicionais direcionados às entidades pertencentes ao sistema do *Federal Reserve*. Entretanto, as medidas não convencionais exigiram autorização específica, em caráter excepcional, para dar assistência a entidades não depositárias. O recurso a esta alternativa não havia se colocado nos últimos 70 anos, o que serve para ilustrar a dimensão da crise e a força do apelo à criação de linhas de crédito e de medidas de apoio a instituições em dificuldade, com potencial para colocar em risco a estabilidade do sistema financeiro.

O empréstimo para a compra dos ativos do *Bear Stearns* revelou-se incomum não só por se tratar de um banco de investimento, entidade não depositante no sistema do *Federal Reserve*, mas por ferir as condições normais de empréstimos, que exigem bons colaterais e instituições com aceitável situação financeira. O Fed financiou a constituição da *Maiden Lane I*, empresa de propósito específico, a partir da venda de títulos do Tesouro, com a finalidade de comprar cerca de US\$ 30 bilhões de ativos da instituição e repassá-los ao JP Morgan.

O socorro às agências *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, por serem entidades privadas, exigia autorização especial do Congresso para que o Tesouro e o Fed buscassem conter o processo de deterioração financeira. A ameaça de contaminar o mercado levou o Tesouro a negociar com o Congresso poderes para realizar a intervenção. A restrição em permitir o uso de recursos públicos e elevar a dívida pública retardou a permissão, mas, diante da ameaça posta pelo desenrolar da crise, acabou sendo aprovado, em 23/07/2008, o *Housing and Recovery Act* (HERA).

A legislação deu ao Tesouro ampla discricionariedade para oferecer suporte financeiro às GSEs. Os termos e condições deram autonomia para o uso de recursos públicos na compra de parte do capital e dos títulos em mercado até o teto legal da dívida pública. O Tesouro, com liberdade de ação, realizou, em setembro, o *takeover (conservatorship)* das agências, impôs perdas aos antigos acionistas, trocou a diretoria, ao mesmo tempo em que capitalizou e deu proteção aos tomadores dos títulos (Paulson Jr, 2010).

O governo essencialmente garantiu a dívida das GSEs e outros problemas logo se colocaram. Operação semelhante ocorreu no apoio à AIG. A empresa, com problemas financeiros decorrentes das perdas em operações no mercado imobiliário, teve dificuldades em tomar empréstimos e recebeu o socorro do Fed e do Tesouro, por meio de quatro canais diferentes: i) linha direta de crédito, substituído em parte por um aporte direto do Tesouro; ii) criação do programa *Securities Borrowing Facilities*, usado para dar empréstimos de US\$ 38 bilhões tendo como colateral títulos de posse da empresa com *rating* de grau de investimento; iii) empréstimo por meio da constituição da *Maiden Laine II*; e iv) novo aporte por intermédio da *Maiden Laine III*, com o objetivo básico de adquirir *mortgage-backed securities* a preços acordados.

A rápida deterioração da situação financeira exigiu também do Fed, em conjunto com o Tesouro e o *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, a definição em 2008 de garantias ao *Citigroup* contra perdas em ativos até o valor de US\$ 301 bilhões e no ano seguinte estendeu a garantia ao *Bank of America*, no valor de US\$ 118 bilhões, em condições semelhantes às oferecidas ao *Citigroup*.

A decisão de apoiar esses bancos surgiu depois de momentos de resistência sobre o modo de agir diante da preocupação em evitar o *moral hazard*. O FDIC que, por lei, é o responsável por lidar com as questões de falência de bancos e de proteção dos credores, manteve-se, inicialmente, preso a ideia de minimizar o custo de sua atuação e garantir o *deposit insurance fund*, apesar da autorização do Congresso para adotar medidas excepcionais em caso de risco sistêmico.

O órgão, na falência do banco Washington Mutual (WaMu), impôs perdas aos credores e sinalizou o risco de *haircuts* em situações semelhantes, contrariando a posição de outros órgãos diretamente envolvidos na solução da crise (Fed, FRBNY e Tesouro) de evitar, depois da quebra do Lehman Brothers, novas ameaças à instabilidade do mercado<sup>39</sup>.

---

(39) A quebra do Lehman Brothers ampliou o estresse e a dificuldade de estabilizar o mercado. O processo que levou à falência não é linear e, de acordo com os testemunhos de Paulson (2010) e Geithner (2014), não ocorreu em razão da simples decisão de não intervir. Paulson (2010) explicou o episódio nos seguintes termos: “*With Bank of America gone and Barclays now in limbo, we were running out of options—and time. Treasury had no authorities to invest capital, and no U.S. regulator had the power to seize Lehman and wind it down outside of very messy bankruptcy proceedings. And unlike with Bear Stearns, the Fed’s hands were tied because we had no buyer. Markets demand absolute certainty, and we had known all along that Lehman couldn’t open for business on Monday unless it had lined up a major institution, like Barclays, to guarantee its trades. That had been the crucial element of the Bear Stearns rescue*”.

*The Lehman situation differed from Bear’s in another important way. The Bear assets that JPMorgan left behind were clean enough to secure sufficiently a \$29 billion Fed loan. But an evaluation of Lehman’s assets had revealed a gaping hole in its balance sheet. The Fed could not legally lend to fill a hole in Lehman’s capital. That was why we needed a buyer. .... The Fed had no authority to guarantee an investment bank’s trading book, or for that matter any of its liabilities.*

*I pointed out that we had run out of options for Lehman, because US officials had no statutory ability to intervene. ... (chapter 9) Moral hazard,” I made clear, “is something I don’t take lightly.” But I drew a distinction between our actions in March with Bear Stearns and now with Lehman Brothers. I stressed that unlike with Bear, there had been no buyer for Lehman. For that reason, I said: “I never once considered it appropriate to put taxpayer money on the line in resolving Lehman Brothers.” How could I? There was, in fact, no deal to put money into. In retrospect, I’ve come to see that I ought to have been more careful with my words. Some interpreted them to mean that we were drawing a strict line in the sand about moral hazard, and that we just didn’t care about a Lehman collapse or its consequences. Nothing could have been further from the truth. I had worked hard for months to ward off the nightmare we foresaw with Lehman. But few understood*

A disputa entre diferentes visões, num momento de crise aguda, realçou a falta de um comando unificado na estrutura de governo para o enfrentamento da crise. Como colocou Geithner (2014): “The balkanization of our authority, which different tools in the hands of different officials with different strategies and different perceived responsibilities; and the inevitable messiness of fighting a crisis with limited time and incomplete information to make decisions. But whatever the cause, our unpredictability undermined the effectiveness of our response.”

O aprofundamento da crise provocou maior convergência de posições. O Tesouro ampliou o seu poder, como se verá a seguir, com o programa TARP que lhe deu condições de injetar capital nas instituições bancárias e o FDIC passou a ter posição mais ativa ao decidir estender a garantia a todos os depósitos bancários até o valor de US\$ 250 mil, fator relevante para evitar o risco de uma corrida bancária e o dano potencial que poderia causar ao sistema.

O segundo conjunto de medidas, entre os três tipos apontados anteriormente, buscou elevar a liquidez de tomadores de crédito e de investidores em mercados selecionados, por meio dos seguintes programas: i) *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF)<sup>40</sup>; ii) *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF); iii) *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF)<sup>41</sup>; e iv) *The Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). O apoio a segmentos relevantes do mercado de crédito teve o propósito de evitar o efeito contágio e a falta de crédito, caminhos inelutáveis de difusão da crise. Os programas visavam sustentar a compra de certificado de depósitos e de *commercial papers*, a fim de garantir a continuidade de lançamentos desses títulos e a liquidez, fatores cruciais no financiamento de curto prazo de empresas dependentes da oferta de crédito nesses mercados.

O terceiro foi o uso crescente do *credit easing* com vistas a operações de compra de títulos de longo prazo do Tesouro e das agências federais. A medida, como colocou Bernanke (2009), teve o objetivo de interferir na composição dos ativos e reduzir as taxas de juros de longo prazo, a fim de melhorar as condições de crédito das famílias e empresas. O enfoque conceitual difere do *quantitative easing* e só formalmente confunde-se com a política monetarista tradicional, já que tem em comum o fato de provocar a expansão do balanço do Fed<sup>42</sup>. O programa sustentou as medidas extraordinárias de

---

*what we did – that the government had no authority to put in capital, and a Fed loan by itself wouldn't have prevented a bankruptcy (chapter 10). É interessante destacar que Geithner, em seu primeiro discurso como Secretário do Tesouro do recém empossado Presidente Obama comprometeu-se a evitar qualquer novo episódio semelhante ao do Lehman Brothers: “We believe that the United States has to send a clear and consistent signal that we will act to prevent the catastrophic failure of financial institutions that would damage the broader economy. Guided by these principles, we will replace the current program with a new Financial Stability Plan to stabilize and repair the financial system, and support the flow of credit necessary for recovery.”*

(40) A respeito do programa Paulson (2010, p. 254) afirmou: “At 8:30 a.m., [em 19 de setembro de 2008] the Federal Reserve unveiled its Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility, better known as AMLF. Under this program, the Fed would extend nonrecourse loans to U.S. depository institutions and bank holding companies to finance their purchases of high quality asset-backed commercial paper from money market mutual funds.”

(41) Como colocou Paulson (2010, p. 318): “the Fed made another attempt to thaw the markets, unveiling its new Commercial Paper Funding Facility. The Fed's first directed toward asset-backed paper issued by financial institutions. This new approach created a special purpose vehicle to buy three-month paper from all U.S. issuers, vastly improving the liquidity in the market. The new facility represented a radical move by the Fed, but Ben Bernanke and his board knew that extraordinary measures had to be taken.” Geithner (2014) ao comentar a criação desse novo instrumento afirma: “Our proposed Commercial Paper Funding Facility required the most expansive interpretation of Fed authority yet. The Fed can only lend against collateral, and the CPFF was designed for unsecured commercial paper, which by definition is not backed by collateral ... The Fed would take considerable risk, more risk than some members of Ben's team were comfortable with.”

(42) O discurso de Bernanke de 13/01/2009 explica o objetivo da medida: “The Federal Reserve's approach to supporting credit markets is conceptually distinct from quantitative easing (QE), the policy approach used by the Bank of Japan from 2001 to 2006. Our approach—which could be described as “credit easing” – resembles quantitative easing in one respect: It involves an expansion of the

intervenção no mercado de títulos, com gastos significativos na compra de títulos de dívida (*debt securities*) das agências federais (*Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks*) e das *mortgage-backed securities*, com garantia da *Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae* (agency MBS), no esforço de evitar a perda de valor dos ativos e o colapso das instituições (Labonte, 2014b).

## 6.2 Autorização para pagar juros sobre as reservas

O regime monetário criado no pós-crise completou-se com a decisão de pagar juros sobre as reservas. O *Financial Service Regulatory Relief Act of 2006* autorizou o Fed a iniciar o pagamento de juros a partir de 2011, com o propósito de manter as condições do mercado de crédito e, simultaneamente, melhorar a capacidade da política monetária de alcançar a meta de juros definida pelo FMOC. A crise levou o Congresso a aprovar o *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (*Public Law, p. 110-343, oct. 3, 2008*) e a antecipar o início da vigência da medida para o primeiro dia de outubro de 2008, como meio de ampliar os instrumentos do Fed de defesa da política monetária.

O interesse principal da proposta foi criar um piso para a FFR e balizar as expectativas dos agentes, a fim de conter o acirramento da incerteza provocada pela busca de títulos seguros – basicamente os títulos públicos – e a queda de preço de outros ativos. Com o pagamento de juros nas reservas, o Fed ganhou condições de manter valores elevados de reservas e ainda assim controlar a FFR, bem como aumentar o *balance sheet* visando atender a demanda de recursos usada nos programas de expansão de crédito<sup>43</sup>.

A regra mostrou ser eficiente para influenciar a FFR, mas, é interessante destacar, que não define a taxa mínima de todas as instituições que estão dispostas a realizar empréstimos, já que algumas delas podem emprestar no *federal fund market* e não estão entre as habilitadas a receber juros sobre o montante das reservas (FRBNY, 2013). A definição deste grupo de instituições (*eligible institutions*) incluiu unidades<sup>44</sup> não contempladas no conceito tradicional do *Federal Reserve Act* (*depository institutions*)<sup>45</sup>. Mas, as GSEs e as agências federais, entre elas o *Federal Home Loan Banks* não estão entre aquelas com permissão de receber juros.

---

*central bank's balance sheet. However, in a pure QE regime, the focus of policy is the quantity of bank reserves, which are liabilities of the central bank; the composition of loans and securities on the asset side of the central bank's balance sheet is incidental. Indeed, although the Bank of Japan's policy approach during the QE period was quite multifaceted, the overall stance of its policy was gauged primarily in terms of its target for bank reserves. In contrast, the Federal Reserve's credit easing approach focuses on the mix of loans and securities that it holds and on how this composition of assets affects credit conditions for households and businesses. This difference does not reflect any doctrinal disagreement with the Japanese approach, but rather the differences in financial and economic conditions between the two episodes. In particular, credit spreads are much wider and credit markets more dysfunctional in the United States today than was the case during the Japanese experiment with quantitative easing. To stimulate aggregate demand in the current environment, the Federal Reserve must focus its policies on reducing those spreads and improving the functioning of private credit markets more generally."*

(43) O Federal Register - publicação diária do governo dos USA com informe sobre normas recém publicadas ou proposta, além de notícias gerais da esfera Federal – v. 73, n. 197, October 9, 2008 colocou a questão nos seguintes termos: *The ability to pay interest on balances held at Reserve Banks should help promote efficiency and stability in the banking sector. Paying interest on excess balances will permit the Federal Reserve to expand its balance sheet as necessary to provide sufficient liquidity to support financial stability while implementing the monetary policy that is appropriate in light of the System's macroeconomic objectives of maximum employment and price stability. Paying interest on excess balances should also help to establish a lower bound on the Federal funds rate.*

(44) Como colocou o Federal Register, v. 73, n. 197, October 9, 2008: *'Eligible institution also includes trust companies, Edge and agreement corporations, and US agencies and branches of foreign banks. The definition does not include all entities for which the Reserve Banks hold accounts, such as entities for which the Reserve Banks act as fiscal agents, including Federal Home Loan Banks.*

(45) As “*depository institutions*”, definidas no *Federal Reserve Act*, incluem: “*banks, savings associations, savings banks and credit unions that are Federally insured or eligible to apply for Federal insurance.*”

O ato do Congresso não fixou a taxa a ser paga, determinou apenas que o seu valor não pode superar a taxa de juros de curto prazo. Isto é, o Fed tem liberdade de alterar a taxa com o propósito de adequar o incentivo para as instituições manterem volume de reservas compatível com o interesse da política monetária.

Os juros a serem pagos abrangem as reservas obrigatórias e o excesso de reservas existentes durante o *reserve maintenance period*. As taxas fixadas no lançamento da medida foram definidas nos seguintes termos: i) as reservas obrigatórias receberiam juros iguais à média da FFR durante o *reserve maintenance period* menos 10 pontos base, com o spread abaixo da taxa básica refletindo o fato de os depósitos no banco central não terem risco; e ii) a taxa para o excesso de reservas seria o menor valor alcançado pela FFR durante o *reserve maintenance period* menos 75 pontos base, sinalizando a intenção do *Board* de fixar a taxa de juros em nível suficientemente baixo para incentivar as instituições a sustentarem as operações de mercado, mas, ao mesmo tempo, evitarem as transações com taxas muito abaixo da meta da FFR.

O Federal Register justificou a decisão sobre o valor dos juros a serem pagos ao excesso de reservas bancárias da seguinte forma: “*Basing the rate on excess balances on the lowest rate, rather than the average rate, for the reserve maintenance period will support the funds rate better during periods when the FOMC eases monetary policy. If the average targeted rate were used, then during a maintenance period in which policy, the rate on excess balances might be too close – or even above – the new target rate*”<sup>46</sup>. Entretanto, a fórmula sofreu mudanças seguidas em curto espaço de tempo e desde o *maintenance period* findo em 17 de dezembro de 2008, o juro pago sobre as reservas passou a ser de 0,25%, equivalente à meta do FOMC para a *fund rate*.

A paulatina recuperação econômica levou o FOMC, em reunião de 17 de setembro de 2014, a anunciar as diretrizes gerais da trajetória a ser seguida em busca do que chamou de normalização da política monetária (*Policy Normalization Principles and Plans*). Não está definido em que momento essas normas serão adotadas, mas o anúncio visa delinear a rota e sinalizar os passos a serem seguidos. A avaliação é de que no futuro próximo será necessário reduzir o movimento de acomodação da política monetária e elevar a meta da FFR. O caminho previsto é que isto ocorra, sobretudo, por meio do ajuste da taxa de juros que é paga sobre o excesso de saldos de reservas e da ampliação do uso dos instrumentos tradicionais no controle da taxa de juros básica, como o *reverse repurchase agreement facility*. Ou seja, o anúncio da medida revela o desejo de retornar aos cânones da política monetária convencional no momento correto, definindo o fim do interregno de vigência do regime não tradicional.

## **7 Reflexos da política monetária não convencional**

A política monetária não convencional, ao definir ações *ad hoc* em resposta à crise, afetou os traços tradicionais das relações entre o Fed e o Tesouro, comuns nos tempos normais. O movimento, primeiro, alterou o balanço do Fed e cresceu o valor das transferências para o Tesouro. Segundo, a crise intensificou a relação entre o Tesouro e o Fed e colocou foco na discussão da independência da autoridade monetária, ponto essencial da visão teórica dominante. Terceiro, as medidas não convencionais interferiram na dinâmica da dívida pública e, particularmente, na composição da carteira de títulos públicos do Fed, na medida em que o órgão concentrou a sua atuação na compra de ativos de longo prazo e deixou a cargo dos depósitos voluntários das reservas bancárias o controle da liquidez.

---

(46) Cf. Federal Reserve (v. 73, n. 197, 9 out. 2008).

As três dimensões citadas aproximaram as ações do Fed e do Tesouro e realçaram a flexibilidade do arranjo institucional, capaz de se adaptar a situações particulares, sem sofrer transformações substantivas de imediato, mas suficientemente ágil para reagir, repensar normas e adotar novas diretrizes de atuação em resposta à situação criada pela crise.

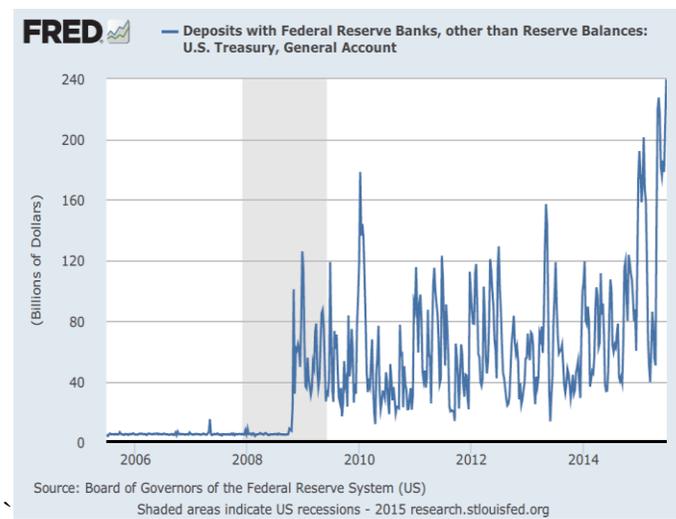
### 7.1 Mudanças no balanço do Fed

O balanço do Fed exprime a transformação provocada pelas medidas não tradicionais de combate à crise. O movimento mais imediato encontra-se no crescimento do montante geral do balanço em comparação com o de anos anteriores – o valor do balanço de 2013 alcançou US\$ 4.024 bilhões, superior a quatro vezes o de 2007 (ver Tabela 3).

Como proposto na análise de Bindseil (2004), as operações ativas de política monetária explicam a transformação ocorrida nas contas do Banco Central. A decisão de ampliar a compra de ativos (*quantitative easing*) elevou as operações a outro patamar (US\$ 3.756 bilhões em 2013), resultado basicamente da compra de títulos públicos – o triplo do montante de 2007 – e da absorção das *mortgage-backed securities* (Tabela 4). Estes títulos, antes inexistentes na carteira do Fed, assumem elevada participação e refletem a decisão de intervir no mercado para garantir o valor dos ativos. O mesmo movimento de *bailout* ocorreu em relação às *debt securities* das GSEs. O valor dos ativos das agências federais, considerados de primeira ordem, pouco abaixo dos títulos do Tesouro, foi afetado pela crise e alvo do programa de intervenção do Fed, passando a fazer parte de seus ativos, sem rivalizar, no entanto, com o peso dos outros dois tipos de títulos.

A expansão das operações ativas de política monetária ocorreu também por conta do maior volume de empréstimos, parte deles em caráter excepcional. O acirramento da incerteza trouxe problemas de liquidez e forçou a ação do Fed, em conjunto com o Tesouro, para evitar a propagação da crise de liquidez. O valor dos empréstimos em 2013 (US\$ 223 bilhões), embora significativamente superior ao de 2007, caiu em relação ao de 2011. O apelo ao uso desse tipo de instrumento parece ter sido decisivo no socorro ao mercado na fase inicial da crise, mas arrefeceu no momento seguinte, reafirmando a relevância da compra de ativos como principal mecanismo de enfrentamento da crise (Carpenter et al., 2013).

Gráfico 3



No lado passivo, o padrão anterior estabelecido no programa TT&L deixou de existir com a crise e os valores da conta do Tesouro cresceram substancialmente, alcançando, em 2013, montante superior a US\$ 162 bilhões (Gráfico 3). Entretanto, a mudança principal ocorreu por conta da política de pagamento de juros no saldo das reservas bancárias, que se colocou como fator de diferenciação da política monetária não convencional e passou a definir o piso da FFR. O valor das reservas bancárias saltou de US\$ 20,1 bilhões em 2007 para US\$ 2.249 bilhões em 2013 e se constituiu no elemento diferencial da política pós-crise (Tabela 4).

O volume de reservas colocou a questão de o que fazer no retorno à normalização da política monetária. A volta do controle da taxa básica de juros ao lugar de instrumento único da política monetária colocará a discussão sobre o tamanho das reservas e dos juros compatíveis com a situação considerada ideal a longo prazo.

O maior volume de títulos na carteira do Fed trouxe o crescimento de suas receitas. O Quadro 2 mostra o aumento significativo dos rendimentos obtidos com os títulos públicos em 2013 (US\$ 51,6 bilhões) em relação à 2007 (US\$ 40,3 bilhões). Porém, a principal alteração está na renda auferida com os títulos das dívidas e dos *mortgage-backed securities* das agências federais e das GSEs. Estes ativos não constavam do balanço do Fed até o momento da crise e renderam, em 2013, respectivamente, US\$ 2,2 e US\$ 36,6 bilhões. Por outro lado, a diferença em relação aos gastos também é relevante na comparação com anos anteriores. Os pagamentos de juros sobre as reservas bancárias, antes poucos expressivos, atingiram US\$ 5,2 bilhões em 2013. Além disso, ganhou força nos anos recentes a ampliação das transferências ao Tesouro, de US\$ 34,6 bilhões em 2007 para US\$ 79,6 bilhões em 2013, como resultado dos lucros com a política de compra de ativos.

## 7.2 A relação entre o Tesouro e o Fed: independência do Fed?

A simples constatação de que cresceram os repasses do Fed para o Tesouro não revela a dimensão das mudanças das relações entre eles. O consenso teórico do *mainstream* nas últimas décadas refutou as proposições da velha síntese neoclássica (Tobin, 1963) de que a atuação deveria ser integrada e defendeu a independência do Banco Central na condução da política monetária, bem como a do órgão gestor da dívida pública.

A situação de crise colocou em questão a independência entre essas políticas. Como propõe Goodfriend (2011), a política monetária pura, em condições normais, lida com instrumentos claros e coerentes e pode ser conduzida de modo independente pelo Banco Central. O volume de títulos do Tesouro em sua carteira está atrelado às necessidades decorrentes da defesa dos seus objetivos estatutários e o resultado ao final das operações é normalmente transferido ao governo. Em tempos de crise, a situação é outra: cresce a aproximação entre os órgãos e a necessidade de arranjar o modelo institucional de modo a dar liberdade para atacar os focos da crise.

A adoção de políticas não convencionais, com ações excepcionais não contempladas na legislação, tornou opaca a separação entre o campo de atuação do Fed e a do Tesouro. As fronteiras perderam nitidez e afloraram os limites da autonomia da autoridade monetária nos momentos de forte instabilidade econômica. Com o risco de crise sistêmica, quando é preciso sair em socorro de instituições financeiras ameaçadas de falências, intervir para manter a liquidez do mercado e sustentar o preço dos ativos, a proposição teórica convencional de independência do banco central e de gestão da dívida pública (Currie et.al. 2003) perde força e o trabalho conjunto, integrado, ganha corpo. O

Tesouro é chamado, em última instância, a assumir o risco e dar o respaldo necessário, via dívida pública, às medidas de enfrentamento da crise.

Os analistas, embora concordem com a ideia de que a crise borrou os limites das políticas monetária e fiscal, não chegam ao consenso sobre o que esperar do futuro. Plosser (2009, 2010, 2012), Presidente do Fed de Filadélfia, revelou-se crítico da política adotada e defendeu reforçar a institucionalidade de modo a garantir a independência da autoridade monetária. Do seu ponto de vista, a perda de autonomia ocorreu como resultado de um duplo movimento: de um lado, o governo empurrou o órgão a ultrapassar os dogmas da política monetária tradicional e, de outro, a autoridade monetária avançou em áreas de atuação antes não aceitas como de alçada de um banco central independente.

A ação básica do prestador de última instância, a seu juízo, é responder a problemas de liquidez temporários, de instituições financeiras solventes. É errôneo evocar esse conceito em defesa da atuação do Fed em ações de suporte a classes específicas de ativos (*commercial papers, asset backed securities, agency debt*), uma vez que essa política interfere na alocação de crédito entre os mercados e elimina as fronteiras tradicionais entre a política monetária e fiscal. Na opinião do autor, o Fed, ao se aventurar nessa área, passou a usar o seu balanço em questões de ordem fiscal e colocou em risco a sua independência na condução da política monetária.

Plosser defende o retorno à lógica anterior, com a assinatura de novo acordo entre o Tesouro e o Fed, capaz de restringir ou eliminar a possibilidade de o Fed emprestar fora do mecanismo de redesconto e de atribuir a responsabilidade pelos subsídios a segmentos específicos do mercado à política fiscal. No caso de o órgão envolver-se com operações atípicas, a autoridade fiscal teria a obrigação de trocar os papéis adquiridos por títulos públicos, explicitando a responsabilidade do Tesouro sobre as ações.

Outros analistas veem como inevitável o fim das barreiras a separar a atuação dos órgãos. Epstein (2009) lembra que, em meio à crise, não se sustenta o esforço de manter a aparente independência do Fed. O envolvimento com as políticas de crédito e o *quantitative easing* apontam a necessidade de coordenação das ações com o Tesouro. O acordo de 2009, como se discute abaixo, reflete essa condição. Goodhart (2010, 2012) recorda que a gestão da dívida pública, com a alta dos estoques e o apelo ao *funding* do Tesouro nas operações de salvamento, perdeu o caráter de função rotineira, delegada a um órgão autônomo, e voltou a ser elemento crítico da política econômica, marcada por ações de *open market* com consequências fiscais. Por outro lado, o autor acredita que, embora não deva haver alteração no mecanismo de fixação da taxa de juros como meio de atingir a meta informal de inflação, crescerá a interação do Fed com o governo no encaminhamento de outras tarefas, como regulação, sanções, gestão da dívida, resoluções sobre o sistema bancário, ou seja, *the idea of the central bank as an independent institution will be put aside* (2012, p. 15).

Os tempos de crise, em outro plano analítico, colocaram em xeque as normas vigentes, que foram preparadas para responder a situações comuns e não a ações de caráter extraordinário. A questão institucional precisou ajustar-se ao momento, com a criação de mecanismos excepcionais, por meio do estreitamento da colaboração entre o Congresso, o Tesouro e o Fed. No plano mais geral, o Congresso, mesmo diante da urgência das medidas, manteve, em respeito às suas atribuições constitucionais, o papel de responsável último por avaliar as ações e determinar os seus limites, definir parâmetros gerais e o espaço de atuação dos agentes envolvidos na condução da política monetária e fiscal.

No Governo Bush, a lei federal de 2008 (*Public Law, p. 110-343, october 3, 2008*) – *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* – delineou os marcos gerais de enfrentamento da crise: autorizou a compra de ativos com problemas, a oferta de benefícios fiscais, a antecipação do pagamento de juros sobre as reservas bancárias e a cooperação com os Bancos Centrais estrangeiros, entre outros atos, com o propósito de: (1) *to immediately provide authority and facilities that the Secretary of the Treasury can use to restore liquidity and stability to the financial system of the United States; and (2) to ensure that such authority and such facilities are used in a manner that—(A) protects home values, college funds, retirement accounts, and life savings; (B) preserves homeownership and promotes jobs and economic growth; (C) maximizes overall returns to the taxpayers of the United States; and (D) provides public accountability for the exercise of such authority* (sec. 2. purposes).

A autorização do Congresso, depois de longo processo de negociação<sup>47</sup>, permitiu o engajamento do Tesouro no processo de enfrentamento da crise, com base no *Troubled Asset Relief Program* (TARP), que, com recursos de US\$ 700 bilhões<sup>48</sup>, passou a atuar em diferentes áreas<sup>49</sup>, por meio de empréstimos, compra de ativos e de participação no capital de instituições financeiras problemáticas<sup>50</sup>.

O Governo Obama, com o *American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (Public Law 111-5, Feb. 17, 2009)* ampliou a atuação do Tesouro – o montante de gasto estimado inicialmente alcançou US\$ 787 bilhões – visando atender os efeitos da crise no que chamam de *Main Street*, em contraste com os favores em benefício da *Wall Street*. As medidas buscavam: (1) *To preserve and create jobs and promote economic recovery; (2) To assist those most impacted by the recession; (3) To provide investments needed to increase economic efficiency by spurring technological advances in science and health; (4) To invest in transportation, environmental protection, and other infrastructure that will provide long-term economic benefits e (5) To stabilize State and local government budgets, in order to minimize and avoid reductions in essential services and counterproductive state and local tax increases.*

O ato emergencial na fase Bush deu liberdade de movimento no desenho da estratégia de combate à crise na *Wall Street* e respaldou a adoção de medidas não convencionais, discricionárias, à margem da legislação ordinária. O uso de ações discricionárias, sem limites bem definidos, gerou

---

(47) O livro de Paulson (2010) faz um bom relato da negociação com o Congresso para a aprovação do programa.

(48) O Congresso aprovou o programa com este valor total, mas liberou o uso de apenas metade dos recursos. A outra parte ficou condicionada à nova votação do Congresso, o que ocorreu já no governo Obama.

(49) O TARP Program abrangia as seguintes áreas: i) auto programs. ii) bank investment program; iii) credit market program; iv) housing e v) investment in American International Group (AIG).

(50) O Capital Purchase Program é parte do TARP, envolvendo o conjunto de medidas propostas no “Bank Investment Program”. Como coloca o Departamento do Tesouro, tem como propósito: “*The Capital Purchase Program (CPP) was launched to stabilize the financial system by providing capital to viable financial institutions of all sizes throughout the nation. The CPP was designed to bolster the capital position of viable institutions of all sizes and to build confidence in these institutions and the financial system as a whole. Treasury initially committed more than a third of the total TARP funding, \$250 billion, to the CPP, which was later reduced to \$218 billion in March 2009. At the end of the investment period for the program, Treasury had invested approximately \$205 billion under the CPP. Under this voluntary program, Treasury provided capital to 707 financial institutions in 48 states, including more than 450 small and community banks and 22 certified community development financial institutions (CDFIs). The largest investment was \$25 billion and the smallest was \$301,000. The final investment under the CPP was made in December 2009. These funds were not given as grants. Treasury received preferred stock or debt securities in exchange for these investments. Most financial institutions participating in the CPP pay Treasury a five percent dividend on preferred shares for the first five years and a nine percent rate thereafter. In addition, Treasury received warrants to purchase common shares or other securities from the banks at the time of the CPP investment. The purpose of the additional securities was to enable taxpayers to reap additional returns on their investments as banks recover.*”

<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx>.

críticas. A alegação de que os *bailouts* carregavam os riscos de *moral hazard* e de distorção dos incentivos privados, além de comprometer a credibilidade do Fed, repercutiu no Congresso e pautou o debate sobre a estratégia adotada, crescendo a pressão por mudanças na regulação do mercado financeiro.

Os debates em torno das alterações da regulação do sistema financeiro não inibiram a moldagem do arranjo institucional à situação do momento. O risco de crise sistêmica levou à adoção de instrumentos que, embora presentes na legislação, não eram de uso ordinário, além de exigir a estreita cooperação entre o *Federal Reserve* e o Tesouro, na busca do apoio do Congresso a medidas não usuais e articulação do socorro às instituições em crise.

O Fed apelou à seção 13 (3) do *Federal Reserve Act* que prevê, “*in unusual and exigent circumstances*”, liberdade na adoção de normas no socorro a entidades do sistema financeiro não aceitas em tempos normais. O mecanismo, adotado pela primeira vez desde a grande depressão, serviu como justificativa da política de socorro a grandes instituições financeiras, capazes de colocar em risco a estabilidade do sistema e de operar com entidades não contempladas no conceito tradicional do *Federal Reserve Act*<sup>51</sup>.

A integração entre o Tesouro e o Fed constituiu-se em parte integrante do processo. O Tesouro colocou em carta ao FRBNY o compromisso de arcar com o custo de eventual prejuízo da operação de socorro ao *Bear Stearns*<sup>52</sup>. Em março de 2009, assinaram um acordo (*joint statement*) defendendo o papel do *Federal Reserve*, em colaboração com outras agências, no esforço de preservar a estabilidade monetária<sup>53</sup>.

O uso deste tipo de expediente não é inédito, mas pouco usual. O último ocorreu em 1951. O caráter excepcional do momento colocou em pauta a conveniência de reafirmar a autonomia do Fed e a inevitabilidade do trabalho conjunto com o Tesouro. O documento relembra o caráter crítico da independência do *Federal Reserve* na condução da política monetária, mas realça, simultaneamente, a concordância de que a agência continuará a trabalhar, enquanto as circunstâncias exigirem, em estrita cooperação com o Tesouro e outros órgãos na busca por melhorar o funcionamento do mercado de crédito, na prevenção de falência de instituições que possam causar danos sistêmicos e na promoção da estabilidade do sistema financeiro.

O documento revelou outros pontos de concordância sobre como agir diante da crise. O primeiro realça o cuidado de o *Federal Reserve* evitar o risco de crédito e interferir na alocação do

---

(51) Cf. define o Federal Reserve Act seção 13 (3): “*In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any participant in any program or facility with broad-based eligibility, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: Provided, That before discounting any such note, draft, or bill of exchange, the Federal reserve bank shall obtain evidence that such participant in any program or facility with broad-based eligibility is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for any participant in any program or facility with broad-based eligibility shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe.*”

(52) Cf. Carta, de 17/3/2008, de Henry Paulson Jr, Secretário do Tesouro a Timothy F. Geithner, Presidente do Federal Reserve Bank of New York: “*I support this action as appropriate and in the government's interest, and acknowledge that if any loss arises out of the special facility extended by the FRBNY to JPMCB, the loss will be treated by the FRBNY as an expense that may reduce the net earnings transferred by the FRBNY to the Treasury general fund.*”

(53) Cf. *The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability*. Joint Statement by the Department of the Treasury and the Federal Reserve. Joint Press Release. March 23, 2009.

crédito. A responsabilidade de emprestador de última instância requer a realização de empréstimos ancorados em colaterais seguros e dirigidos a melhorar as condições financeiras e de crédito em geral e não ao atendimento de setores ou classes específicas de tomadores de empréstimos. O segundo ponto confirma que, nas circunstâncias vigentes, as ações visam manter a estabilidade monetária e o aumento do balanço do Fed, com os empréstimos e a compra de títulos, não deve constranger o exercício da política monetária nem os objetivos de manter o emprego e a estabilidade dos preços. Em caso de eventual dificuldade, o Tesouro pode lançar mão do mecanismo especial de financiamento (*Supplementary Financing Program*) e ajudar o gerenciamento do balanço do Fed.

O Fed e o Tesouro apontam também a preocupação em buscar ações legislativas com o intuito de prover novos instrumentos capazes de esterilizar os efeitos dos empréstimos e da compra de títulos sobre as reservas bancárias. Concordam com a tese de que, em instituições com dificuldades sistemáticas, é preciso encontrar uma solução abrangente, mas reafirmam que estão dispostos a evitar falências desordenadas e a atuarem em conjunto com o Congresso na definição de instrumentos de intervenção preventiva, a fim de conter o risco de crises futuras. O Tesouro reconhece o caráter fiscal das intervenções de socorro às instituições financeiras, conhecidas como *Maiden Lane*, e afirma que irá liquidar ou retirar do balanço do Fed os gastos realizados.

O Congresso assumiu lugar proeminente no movimento de moldar o arranjo institucional às exigências impostas pela crise, mas, por outro lado, impulsionado pelas críticas aos *bailouts* e ao *moral hazard* capitaneou as discussões em torno das alterações das regras até então existentes, culminando com a aprovação do *Dodd Frank Act (Public Law, p. 111-203, HR 4173, July 21, 2010)*.

A nova lei representou a mudança mais relevante da estrutura de regulação financeira desde a grande depressão. A proposta ampliou os controles sobre os agentes financeiros e teve como meta central definir uma abordagem sistêmica do sistema de regulação, de modo a olhar o todo e não apenas as partes individualmente. A lei abrange a regulação de várias áreas e redefine a institucionalidade, com o propósito de evitar o risco sistêmico, preservar a estabilidade do mercado financeiro, além de conter novos *bailouts* e a inevitabilidade do *too big to fail*.

O ato criou dois novos órgãos públicos voltados à questão da estabilidade financeira, incorporados ao Departamento do Tesouro, com a tarefa de supervisionar as instituições financeiras e aproximar o trabalho das agências de regulação já existentes, ampliando a capacidade de monitoramento do risco sistêmico e de preservação da estabilidade econômica.

O *Financial Stability Oversight Council (FSOC)*, chefiado pelo Secretário do Tesouro, tem por propósitos identificar riscos à estabilidade financeira, promover a disciplina do mercado e responder as ameaças à estabilidade do sistema financeiro. O *Council* tem por incumbência realizar encontros periódicos a fim de analisar as condições econômicas e financeiras. Estão entre as suas tarefas: coletar informações de agências governamentais, monitorar os serviços financeiros e as propostas de regulação e desenvolvimento financeiro no plano nacional e internacional, facilitar a troca de informações, recomendar as prioridades de supervisão, identificar falhas na regulação que podem gerar riscos à estabilidade do sistema e fazer recomendações de indicadores prudenciais de atuação dos agentes financeiros, reportando anualmente ao Congresso o resultado de suas investigações.

O *Office of Financial Research*, com diretor indicado pela Presidência e aprovado pelo Senado, tem por objetivo dar suporte ao *Council* e aos membros das agências no desempenho de suas atribuições, contribuindo nas tarefas de coleta e disponibilidade de informações, pesquisas aplicadas e

estudos de longo prazo, construção de ferramentas de monitoramento e controle de riscos. O diretor terá anualmente a obrigatoriedade de encaminhar relatório ao Congresso e comparecer a audiências no Senado (*Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*) e na Câmara (*Committee on Financial Services*) para retratar, de modo independente<sup>54</sup>, as atividades do órgão e a visão sobre o mercado financeiro e potenciais ameaças à estabilidade do sistema.

O maior poder de supervisão do mercado tenta evitar os casos de *bailouts* e de *too big to fail*. O FSOC pode definir, por votação, que qualquer firma ou entidade do mercado financeiro (como *Stock Exchange*) não está adequadamente regulada e passe a ser submetida à supervisão do *Federal Reserve* ou de outra agência oficial. O objetivo é evitar a possibilidade de firmas grandes e complexas estarem fora do sistema de supervisão e criar condições de antecipar os problemas para não serem pegos de surpresa e forçados a realizarem o salvamento diante do risco sistêmico.

As instituições financeiras com total acumulado de ativos superior a US\$ 50 bilhões, enquadradas no caso de *too big to fail*, estarão sujeitas a regulação mais estreita, com novas normas prudenciais, em que se colocam limites de alavancagem, concentração e requisitos mínimos de liquidez e de capital baseado em risco, além da obrigação de se submeterem, uma vez por ano, a testes de *stress* do Fed e a seus próprios testes.

Além disso, o ato criou o que é chamado de *orderly liquidation authority*<sup>55</sup> que dá permissão ao FDIC de decretar a falência de grandes instituições, nos moldes já existentes para intervir em pequenos bancos, mas, por outro lado, retirou o espaço do órgão em oferecer garantias. O Fed, por sua vez, perdeu o poder de intervir em instituições não bancárias, como fez em 2008, e passou a ter a opção de trabalhar com o *Securities Investor Protection Corporation* (SPIC) na condução do processo de falência (Bernanke, 2013). De acordo com Gheitner (2014), as restrições a atuação do Fed e do FDIC podem limitar as ações no enfrentamento de nova crise.

O *Dodd Frank Act* reforçou também o sistema de supervisão e de controle sobre diferentes áreas, com a criação de novas instituições (*Bureau of Consumer Financial Protection*, no Fed e o *Office of National Insurance*, no Tesouro) e mudanças de atribuições de antigas agências. A SEC (*US Securities and Exchange Commission*), em particular, ganhou espaço para endurecer a vigilância sobre *hedge funds*, derivativos e participantes do mercado financeiro e, com o novo *Office of Credit Rating Agencies*, ampliou o controle sobre as agências de *rating* e passou a ter poder de cobrar melhorias na qualificação técnica e de impor penalidades.

A reforma na área de securitização também teve o objetivo de conter o risco e dar transparência às ações: i) o emissor do título passou a ser forçado a reter 5% do risco de crédito de cada

---

(54) A lei assegura total independência do órgão na elaboração e conclusões do relatório a ser apresentado ao Congresso. Como coloca a lei (Sec. 153, d, 2): “No officer or agency of the United States shall have any authority to require the Director to submit the testimony required under paragraph (1) or other congressional testimony to any officer or agency of the United States to approval, comment, or review prior to the submission of such testimony. Any such testimony to Congress shall include a statement that the views expressed therein are those of the Director and do not necessarily represent the view of the President.”

(55) Como coloca o *Dodd Frank Act* sec. 204 (a) PURPOSE OF ORDERLY LIQUIDATION AUTHORITY. – “It is the purpose of this title to provide the necessary authority to liquidate failing financial companies that pose a significant risk to the financial stability of the United States in a manner that mitigates such risk and minimizes moral hazard. The authority provided in this title shall be exercised in the manner that best fulfills such purpose, so that – (1) creditors and shareholders will bear the losses of the financial company; (2) management responsible for the condition of the financial company will not be retained; and (3) the Corporation and other appropriate agencies will take all steps necessary and appropriate to assure that all parties, including management, directors, and third parties, having responsibility for the condition of the financial company bear losses consistent with their responsibility, including actions for damages, restitution, and recoupment of compensation and other gains not compatible with such responsibility”.

ativo (*credit risk retention*); ii) tornou-se obrigatório registrar e divulgar informações sobre as operações realizadas; e iii) as agências de *rating* têm como exigência fazer relatórios de acompanhamento das notas atribuídas para facilitar a avaliação de risco.

### 7.3 Alterações na dinâmica da dívida pública

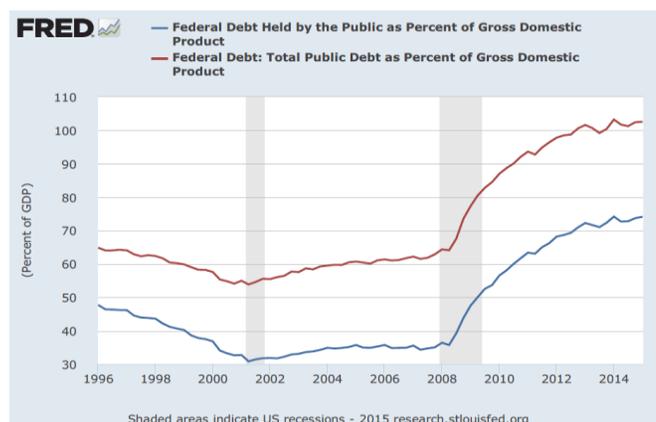
A política monetária não convencional trouxe alterações na dinâmica da dívida pública, na medida em que cresceu a integração entre a gestão da dívida pública e as ações do Tesouro e do Fed. A questão deve ser discutida, primeiro, no plano mais geral, com a análise do comportamento da dívida e das alterações geradas pela situação criada com a crise e, segundo, os reflexos na carteira de títulos públicos do Fed.

#### 7.3.1 O comportamento da dívida pública

As políticas de enfrentamento da crise colocaram de lado a retórica de anos anteriores de independência do banco central e de autonomia do órgão gestor da dívida pública e deram lugar a um trabalho conjunto. A dívida pública respondeu as demandas do Tesouro, alimentando os processos de *bailouts* e de socorro a agentes financeiros e empresas de diferentes setores, bem como aos interesses do Fed, direcionados a sustentar a política de liquidez e as operações do mercado financeiro.

A dívida pública cresceu sistematicamente desde o final de 2007, puxada pelo aumento da dívida junto ao público. Em 2014 a dívida junto ao público alcançou US\$ 12.483 bilhões e a dívida total atingiu US\$ 18.141 bilhões (Tabela 5 e Gráfico 4).

Gráfico 4



A rápida expansão da dívida deu destaque à questão institucional do limite da dívida pública. O teto é definido pelo Congresso e se não houver acordo em rever o limite, as consequências são expressivas: “*the government would have to stop, limit, or delay payments on a broad range of legal obligations, including Social Security and Medicare benefits, military salaries, interest on the national debt, tax refunds, and many other commitments. Defaulting on those legal obligations would cause severe hardship for American families*” (Department of Treasury, 2011).

A dimensão dos efeitos potenciais da não renovação do limite da dívida leva a se ter como certo que o acordo não pode tardar porque geraria o caos no governo. A relevância institucional do *debt limit* está no fato de que coloca em mãos do Congresso poder de influenciar as diretrizes da

política fiscal, ao impor as condições para aceitar a expansão do limite da dívida. Ou seja, o Congresso ganha força nos tempos de crise, quando o aumento dos gastos coloca a necessidade de rever amiúde o teto da dívida, como ocorreu no período recente, para atender demandas do Tesouro e do Fed.

A dinâmica imposta pela crise provocou outros dois movimentos. O primeiro refere-se à mudança na composição da dívida pública. As operações de *open market* na política monetária não convencional perderam o caráter tradicional de ajustar a liquidez a fim de alcançar a meta da FFR e passaram a se preocupar em influenciar as taxas longas. O resultado foi a perda relativa de relevância das T-bills e o peso crescente das T-notes. Os títulos com prazo de até 10 anos expandiram a participação na composição da dívida junto ao público de 56% em 2006 para 66% em 2014, em substituição às T-bills que perderam participação no mesmo montante.

O segundo movimento reflete-se na necessidade de adequar as características dos títulos à situação criada pela alta liquidez no mercado monetário, ao mesmo tempo em que se prepara a volta à gestão tradicional de política monetária. Estas questões estão entre os motivos que levaram à criação das *Floating Rates Notes* (FRN).

Os novos títulos têm maturidade de 2 anos e pagam juros a cada quadrimestre. O preço do título é determinado nos leilões. A taxa de juros é composta de dois elementos: i) *o index rate*, que é uma taxa atrelada à taxa de desconto mais elevada aceita no último leilão da T-bill de 13 semanas. Como estes leilões ocorrem todas as semanas, a taxa é recalculada semanalmente, o que pode gerar uma diferença entre a taxa a termo (13 semanas) e a de uma semana específica; ii) por um *spread* aplicado ao *index rate* – mantido o mesmo por toda a vida do título – definido pela margem de desconto aceito no leilão de lançamento. A taxa de juros equivale, então, ao *index rate* somado ao *spread*. A *duration* das FRNs é aproximadamente igual a zero e o seu preço é pouco afetado pelas mudanças da curva de juros, enquanto que os *coupons* refletem de imediato essas alterações.

A participação das FRNs, ao menos até o final de 2014, ainda é baixa e pouco alterou a composição da dívida pública. Porém, o caráter da mudança institucional é relevante, com potencial de mexer na gestão da dívida, já que estreita a relação entre os ditames da política monetária e a gestão da dívida pública, à medida que o seu indexador está atrelado ao comportamento dos juros do mercado monetário. A composição da dívida pública certamente tem um componente conjuntural e está sujeita a alterações acompanhando as demandas do momento econômico. A volta aos tempos normais e a desmontagem do quadro de alta liquidez do mercado monetário podem levar as FRNs a ganharem expressão na composição da dívida pública.

### 7.3.2 Reflexos na carteira de títulos públicos do Fed

A articulação da política monetária não convencional com a estrutura da dívida pública na carteira do Fed é outra dimensão analítica de interesse. O olhar sobre este ponto ilustra o nexos entre o Tesouro e o Fed via a dívida pública.

As ações do Fed ganharam diferentes contornos no caminhar da crise e o reflexo na composição de sua carteira de títulos acompanhou essa trajetória (Tabela 10). O limiar da crise levou à opção por uma política de expansão da liquidez em moldes tradicionais. O Fed ampliou o mecanismo de redesconto e usou as medidas anunciadas nos programas TAF e TSLF para realizar a compra de títulos privados e a troca de títulos do Tesouro por outros menos líquidos, em resposta à restrição de crédito no interbancário e a busca por títulos públicos decorrente do quadro de incerteza presente no mercado.

Tabela 10  
Federal Reserve Bank Holdings of U.S. Treasury – Held outright

Millions of dollars - December 31

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Bills	277,019	35,6%	227,841	30,8%	18,423	3,9%	18,423	2,4%	18,423	1,8%	18,423	1,1%	0	0,0%	0	0,0%
Notes	402,367	51,7%	401,776	54,2%	334,779	70,3%	568,323	73,2%	773,285	75,7%	1286,344	77,3%	1110,398	66,6%	1467,427	66,4%
Bonds	99,528	12,8%	110,995	15,0%	122,719	25,8%	189,843	24,4%	229,786	22,5%	358,679	21,6%	555,747	33,4%	741,348	33,6%
<b>Total</b>	<b>778,914</b>	<b>100,0%</b>	<b>740,612</b>	<b>100,0%</b>	<b>475,921</b>	<b>100,0%</b>	<b>776,589</b>	<b>100,0%</b>	<b>1021,494</b>	<b>100,0%</b>	<b>1663,446</b>	<b>100,0%</b>	<b>1666,145</b>	<b>100,0%</b>	<b>2208,775</b>	<b>100,0%</b>

Federal Reserve Annual Report

A crescente demanda dos títulos usados como GC elevou os seus preços e derrubou a taxa de juros das *T-bills* de 3 meses em relação à FFR. O movimento afastou-se da tendência comum em tempos normais de que essas taxas acompanham a FFR e refletiu a dificuldade de manter as metas de juros nas operações de *overnight* com os títulos públicos (Gráfico 5).

Gráfico 5



A reação do Fed no esforço de esterilizar a expansão da liquidez e manter estável o volume de reserva é que definiu os traços da articulação com o Tesouro naquele momento. O elemento central constituiu-se nas operações de *open market*, com o Fed usando os títulos de sua carteira como meio de regular a liquidez. A troca de ativos altamente líquidos (*T-bills*) de sua carteira, com alta demanda diante do quadro de incerteza, pelos títulos disponíveis no mercado de menor qualidade e liquidez, buscou ampliar a oferta de *general collateral* (GC) e regular os empréstimos no interbancário.

A estratégia revelou-se de fôlego curto e inviável frente à ampliação dos programas de oferta de crédito. A política de *swap* esbarrou na restrição imposta pela queda do volume de títulos públicos disponível na carteira do Fed, que se tornou incompatível com o montante de títulos exigidos para conter a liquidez e garantir a meta de juros, indicando o limite à ação da política monetária. O movimento provocou a queda significativa do volume de títulos públicos da carteira do Fed em 2008 e iniciou a mudança de composição da carteira, com a redução dos títulos de curto prazo e crescimento dos títulos de longo prazo (Tabela 7).

A queda dos títulos públicos da carteira do Fed reforçou a colaboração entre o Fed e o Tesouro. O Tesouro anunciou, em 17/9/2008, que, em resposta à solicitação do Fed, criou o *Supplementary*

*Financing Program* (SFP). O programa consistiu no lançamento de uma série especial, temporária, de títulos públicos (*Tbills*), distinta dos lançamentos convencionais de dívida do Tesouro, que tinha por finalidade atender a demanda por *Tbills* e servir de braço auxiliar do Fed no esforço de esterilizar parte dos empréstimos realizados.

Os títulos são vendidos diretamente ao público e os fundos registrados em uma conta especial do Tesouro no FRBNY (*Treasury Special Funding Account* – TSFA), que, apesar de fazer parte da política de gestão de caixa do Tesouro, estava autorizada a receber apenas os valores dos títulos atrelados a ela e não recursos de tributos nem ser usada no pagamento de gastos fiscais (Santoro, 2012).

Nas palavras do Tesouro: “*With the dramatic expansion of the Federal Reserve's liquidity facilities, in September 2008 the Treasury agreed to establish the Supplementary Financing Program (SFP) in order to assist the Federal Reserve in its implementation of monetary policy. Under the SFP, the Treasury issues short-term debt and places the proceeds in the Supplementary Financing Account at the Federal Reserve. When the Treasury increases the balance it holds in this account, the effect is to drain deposits from accounts of depository institutions at the Federal Reserve. In the event, the implementation of the SFP thus helped offset, somewhat, the rapid rise in balances that resulted from the creation and expansion of Federal Reserve liquidity facilities*” (Federal Reserve System).

O depósito dos rendimentos na TSFA alterou o curso normal da política de política de gestão de caixa do Tesouro – definida no programa TT&L – elevando as transferências dos recursos públicos de impostos e de venda de títulos públicos depositados em bancos privados para a conta do Tesouro no Fed (TGA), contribuindo para reduzir a média dos depósitos na rede privada e o montante das reservas bancárias. Os depósitos mantidos no SFP foram zerados desde julho de 2011, mas isso pouco alterou o volume dos depósitos da conta do Tesouro, que não retornou ao patamar anterior a 2008 (Gráfico 3).

O programa tinha o intuito de dar ao Fed meios de manter a política de restrição das reservas bancárias, ao mesmo tempo em que ampliava a oferta de GC, visando destravar os empréstimos interbancários. O movimento alterou a composição da dívida pública na carteira da autoridade monetária e de posse do setor privado. O volume de títulos da carteira do Fed, que havia caído a US\$ 475,9 bilhões em fins de 2008, recuperou-se com o SFP, voltando ao patamar de US\$ 776,5 bilhões em 2009, próximo ao existente em 2006, mas com participação de apenas 2,4% das *Tbills*, muito inferior ao patamar de 35,6% existente naquele ano. O setor privado buscou ativos mais líquidos, por meio do aumento da demanda de *Tbills* e dos depósitos de reservas, ativo plenamente líquido e com remuneração próxima a da taxa básica de juros.

O Fed, graças ao acesso a esse novo montante de títulos, manteve a lógica de atuação anterior. Isto é, prevaleceu a política de troca de títulos, com a autoridade monetária cedendo títulos públicos curtos em troca de outros de longa duração e de títulos privados de menor liquidez. A diferença estava em que o aumento dos ativos privados deixou de ser acompanhado do declínio dos títulos públicos (Lavoie, 2010). No entanto, a aproximação do teto da dívida pública, comprometeu o alcance do programa SFP. As transferências de títulos para a conta no FRBNY perderam fôlego e deixaram de cumprir o seu objetivo inicial, anunciando mudanças<sup>56</sup>.

---

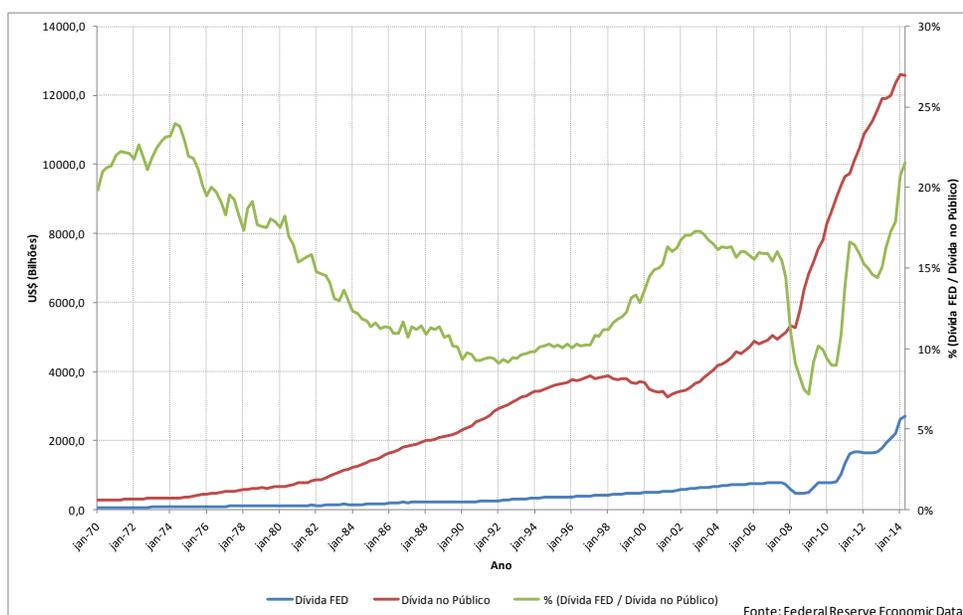
(56) Como colocou Santoro (2012), os títulos alcançaram montante expressivo no lançamento (US\$ 560 bilhões entre 20 de outubro e 12 de novembro de 2008), mas perderam fôlego no momento seguinte. Em 17 de novembro, o Tesouro anunciou a redução do programa, o que levou o estoque de títulos a atingir US\$ 260 bilhões ao final de 2008, a se estabilizar ao redor de US\$ 200 bilhões até setembro de 2009 e praticamente ser zerado diante da proximidade de alcançar o teto da dívida, voltando ao patamar de US\$ 200 depois de concluída a negociação sobre este ponto.

O esgotamento do SFP trouxe novos elementos. O Fed continuou a comprar elevado volume de ativos privados e a expandir a liquidez do sistema bancário, mas, como abandonou a política de esterilização do excesso de liquidez, novos aportes de títulos do Tesouro à carteira do Fed deixaram de ser necessários. O excesso de liquidez e a alta preferência pela liquidez, aliado à decisão de pagar juros nas reservas, garantiu o crescimento do volume de reservas voluntárias, responsável por servir de contrapartida dos programas de injeção de liquidez e sustentar a expansão do balanço do Fed.

O avanço do QE e a decisão de não esterilizar a liquidez definiu o novo traço da estrutura de títulos no balanço do Fed. A condução da política monetária levou à expansão significativa das compras de títulos públicos a partir de 2010, concentrada em títulos longos, com o virtual desaparecimento das *Tbills*, manifestado em 2008. A composição da carteira passou a ser dominada por *notes* e *bonds*, títulos longos, menos usados nas políticas tradicionais de *open market*.

Além disso, o uso da política do QE teve como efeito paralelo o aumento da participação da carteira do Fed no montante da dívida pública em mercado. O seu peso voltou a se aproximar daquele existente na década de 70, refletindo a articulação entre o papel do Fed e a dinâmica da dívida pública em tempos de crise (Gráfico 6).

Gráfico 6



## 8 Considerações finais

A institucionalidade americana é marcada por forte presença do Congresso e a distribuição de atribuições por uma gama de órgãos, com diferentes instrumentos, responsáveis por segmentos específicos do mercado. As normas de atuação de cada instituição são definidas pelo Congresso e existem amarras que limitam os seus raios de manobra, compartimentalizam as esferas de influência e dividem o poder de atuação por áreas.

A crise revelou uma institucionalidade flexível nos momentos de tensão, capaz de se moldar à situação e de buscar, não sem debates e contraditórios, a convergência de posições no combate à crise. A política do Fed no decorrer da crise valeu-se de uma cláusula de excepcionalidade, prevista no

*Federal Reserve Act*, mas não utilizada desde a crise dos anos 30, como meio de ampliar o seu poder de atuação e de socorrer agentes financeiros fora da tutela da instituição. O Tesouro negociou com o Congresso recursos para programas – TARP e *Recovery Act* – que lhe deram poderes discricionários incomuns de atuação em *Wall Street* e *Main Street*, bem como condições de intervir em empresas de caráter privado, caso das GSEs (Freddie Mae e Fanny Mac), e de garantir a sobrevivência de outras, como AIG. O FDIC, apesar da resistência em abandonar a retórica do *moral hazard*, elevou o limite do seguro de depósitos e abrandou as regras de intervenção em bancos diante do risco de corrida a bancos tradicionais.

O modelo de política monetária seguiu o padrão usual até a crise, com as operações de *open market*, em um mercado pouco líquido, sendo usadas como meio de alcançar a taxa de juros básica (FFR) definida pelo FOMC. No momento seguinte, as políticas não convencionais engendraram outro regime baseado na política de crédito e de pagamento de juros nas reservas, responsável por estabelecer o piso dos juros básicos e por influenciar a composição do balanço do Fed.

Além disso, estreitaram-se as relações entre o Fed e o Tesouro, indicando os limites da propalada independência do Banco Central e da política de gestão da dívida pública no momento em que os órgãos são chamados a atuar, como parte do Estado, no enfrentamento de um quadro econômico agudo.

Os reflexos do estreitamento de relações entre o Fed e o Tesouro são significativos. A composição do balanço do Fed mudou na comparação dos dois momentos. Nos tempos normais, o principal mecanismo de atuação do Fed para alcançar a meta de taxa de juros consubstanciou-se no fluxo expressivo de operações de *repos e reverse repos*, mas o estoque de operações compromissadas é pouco relevante. O fator de destaque do lado ativo do Fed eram os títulos públicos, mantidos de forma definitiva, com destaque para as T-notes de até 5 anos e as T-bills de até um ano. No lado passivo, a moeda em circulação era, de longe, o elemento principal, com as reservas bancárias, seguindo as normas do Fed, mantendo-se em patamar baixo.

O total do balanço da autoridade monetária, cinco vezes superior ao do momento anterior, refletiu o alcance e a articulação das políticas monetária e fiscal. O volume de títulos públicos na carteira do Fed cresceu de modo significativo, com os títulos de longo prazo ganhando participação em detrimento do virtual desaparecimento das T-bills. Além disso, os títulos das GSEs e os *mortgage-backed securities*, antes não presentes, ganharam lugar de destaque, semelhante ao dos títulos públicos, indicando a força da política de *quantitate easing*.

A expansão do ativo teve como contrapartida o crescimento das reservas bancárias. O valor existente no período de crise é um elemento distintivo em relação à fase anterior. A política monetária nos anos à frente ganhou, com a política de pagamento de juros sobre esses depósitos, um instrumento adicional na tarefa de alcançar a meta de taxa de juros, mas, ao mesmo tempo, terá de definir a estratégia de como lidar com o excesso de reservas.

A crise impactou o comportamento da dívida pública, mas é possível dizer que as suas características básicas e o papel no cenário internacional não mudaram. Os títulos públicos americanos continuam a cumprir a função de espaço privilegiado das aplicações das reservas internacionais soberanas, que respondem por mais de 50% do total da dívida pública. O movimento não se alterou apesar de os USA serem o epicentro da crise e não deu lugar a movimentos especulativos.

Além disso, vale destacar a baixa participação dos títulos da dívida pública no total dos títulos emitidos no *bond market*, condição bem diferente do que ocorre no caso do Brasil onde o peso desses ativos ronda a casa dos 60%. Nos momentos normais, o peso dos títulos públicos chegou a se situar no patamar de 15%, até alcançar valor próximo a 30% em tempos de crise quando a busca por segurança eleva a demanda por títulos públicos. A dimensão e a profundidade do mercado financeiro privado são relevantes ao se pensar a dinâmica da dívida pública e a ação dos agentes. O mercado deixa de pautar as suas ações e de ser tão sensível às variações da dívida pública, ampliando o raio de manobra dos gestores, muito diferente do que se vive no Brasil.

A crise não parece ter alterado características presentes anteriormente, apesar do crescimento expressivo observado nos anos recentes. Os programas de *buybacks* são bem esporádicos e servem para atender a preocupação em adequar a estrutura da dívida à estratégia de gestão e não uma prática em resposta à demanda dos carregadores da dívida. Há o pressuposto de que o comprador mantém o título até o vencimento ou faça a venda no mercado secundário a preço de mercado. Isto assegura melhores condições à estratégia de gestão da dívida de definir o prazo médio e a composição compatível com a política fiscal e monetária. Como ocorreu nos últimos anos, em que a maior demanda de títulos públicos e o desejo de influenciar as taxas longas levaram a mudanças na composição da dívida pública, com a perda de relevância das T-bills e maiores colocações de T-notes.

A principal novidade é o lançamento do novo título, as FRNs, como preparação para o retorno à política monetária convencional. O título é atrelado à taxa de juros e com *duration* próxima de zero, mas, diferente da LFT brasileira, o seu rendimento não é exatamente igual à FFR, o que acarreta algum risco de perda no seu carregamento. A mudança é relevante. Ainda é cedo para conhecer qual será a composição desses títulos na composição da dívida e as possíveis alterações na estratégia dos agentes. Entretanto, as FRNs parecem desenhadas a ocupar papel expressivo na estratégia de saída da crise e, a depender do que vier a ser pensado como política de pagamento de juros nas reservas bancárias, podem ocupar espaço expressivo, a considerar a boa aceitação que tiveram no mercado financeiro.

Finalmente, o movimento recente também alterou relação entre o Fed e o Tesouro. Nos tempos normais, observou-se fundamentalmente a tendência mundial de separação entre as esferas, com o Fed a manobrar de modo independente a política monetária e a gestão da dívida pública preocupada em responder às demandas do Tesouro, ao menor custo possível. Nos tempos de crise, essas características ganharam nuances diferentes, sem alterar a lógica anterior. Primeiro, as ações do Fed extrapolaram o que pode ser considerado usual e reclamaram o respaldo da autoridade fiscal, levando analistas a questionarem a autonomia e o alcance das atribuições do Fed. Segundo, o volume de transferências para o Tesouro cresceu significativamente, em decorrência do aumento dos títulos públicos e privados na carteira do Fed. Terceiro, o programa TT&L, que, durante anos, manteve o volume de depósitos na conta do Tesouro no Fed basicamente constante no patamar de US\$ 5 a 7 bilhões, com o objetivo de evitar alterações expressivas nas reservas bancárias em função dos movimentos da conta do Tesouro e reduzir o uso de operações de *open market* para regular o fluxo de liquidez, sofreu alterações. Os depósitos cresceram, atingindo picos de pouco mais de US\$ 160 bilhões, e pode se observar oscilações expressivas, contrariando a tendência observada anteriormente.

## Referências bibliográficas

ADRIAN, T.; BURKE, C. R.; McANDREWS, J. J. The Federal Reserve's primary dealer credit facility Federal Reserve bank of New York. *Current Issues*, v. 15, n. 4, Aug. 2009.

AKHTAR, M. A. Understanding open market operations. FRBNY, 1997. Available at: <https://research.stlouisfed.org/aggreg/meeks.pdf>.

AUSTIN, D. A. Overview of the Federal debt. Congressional research service. CRS Report for Congress, May 2011. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

AUSTIN, D. A. LEVIT, M. R. The debt limit: history and recent increases. CRS Report for Congress, Oct. 2013. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

BERNANKE, B. *The crisis and the policy response*. Speech, Fed, Jan. 13, 2009. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

BERNANKE, B. *The Federal Reserve and the financial crisis*. Lectures by Ben Bernanke. Princeton University Press, 2013.

BINDSEIL, U. *Monetary policy implementation: theory, past, and present*. Oxford University Press, N.Y., 2004.

BRIAN SACK, B.; ELSASSER, R. Treasury inflation-indexed debt: a review of the U.S. experience. *FRBNY Economic Policy Review*, May 2004.

CARPENTER, S. B.; LHRIG, J. E.; KLEE, E. C.; QUINN, D. W.; BOOTE, A. H. *The Federal Reserve's balance sheet and earnings: a primer and projections*. Federal Reserve board. Washington, D.C., 2013. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/revision/201301pap.pdf>.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO) *The budgetary impact and subsidy costs of the Federal Reserve's actions during the financial crisis*. Washington D.C., 2010. Available at: <https://www.cbo.gov/publication/21491>.

COPELAND, A.; DUFFIE, D.; MARTIN, A.; McLAUGHLIN. Key mechanics of The U.S. tri-party repo market. *FRBNY Economic Policy Review*, v. 18, n. 3, Nov. 2012. Available at: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/2012/1210cope.pdf>.

CURRIE, E. et. al. Institutional arrangements for public debt management. *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 3021, Apr. 2003.

DEMIRALP, S.; FARLEY, D. Declining required reserves, funds rate volatility, and open market operations. *Journal of Banking & Finance*, v. 29, p. 1131-1152, 2005.

EDWARDS, C. L. Open market operations in the 1990s. *Federal Reserve Bulletin*, Nov. 1997.

ELY, B. Monetary policy and the debt ceiling: examining the relationship between Federal Reserve and government debt. Cato Institute, 2011. Available at: <http://www.cato.org/publications/congressional-testimony/monetary-policy-debt-ceiling-examining-relationship-between-Federal-reserve-government-debt>.

ENNIS, H. M.; KEISTER, T. Understanding monetary policy implementation. *Economic Quarterly*, v. 94, n. 3, Summer. p. 235-263, 2008.

EPESTEIN, G. Financialization and Federal Reserve policy in the crisis: Central Bank Accountability For Financial Stability and Economic Reconstruction, 2009. Available at: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/conference\\_papers/SAFER/Epstein\\_Federal\\_Reserve\\_Policy.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/conference_papers/SAFER/Epstein_Federal_Reserve_Policy.pdf).

FABOZZI, F. J.; FLEMING, M. J. U. S. *The handbook of fixed income securities. Treasury and agency securities.* 7<sup>th</sup> ed. 2004. Available at: [http://www.newyorkFed.org/cfcbweb/Treasuries\\_and\\_agencies.pdf](http://www.newyorkFed.org/cfcbweb/Treasuries_and_agencies.pdf).

FEDERAL RESERVE SYSTEM (Fed). Board of Governors of the Federal Reserve System. *The Federal Reserve System. Purposes & Functions.* 9<sup>th</sup> ed. Washington, D.C. Jun. 2005.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (Fed). Board of governors of the Federal Reserve System. *Credit and liquidity programs and the balance sheet.* Last update. Jan. 27, 2015. Available at: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_frliabilities.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_frliabilities.htm).

FRBNY - Federal Funds and Interest on Reserves. Fed Point. Mar. 2013. Available at: <http://www.ny.frb.org/abouttheFed/Fedpoint/Fed15.html>.

FRBNY. *Domestic open market during 2005.* Markets group of the Federal Reserve Bank of New York, February 2006.

GAO – United States Government Accountability Office. Debt management: backup funding options would enhance treasury’s resilience to a financial market disruption. Sept. 2006.

GARBADE, K. D. Direct purchase of US treasury securities by Federal Reserve banks. *Federal Reserve Bank of New York.* Staff Report, n. 684, Aug. 2014.

GARBADE, K. D.; PARTLAN, K. D.; SANTORO, P. J. Recent innovations in treasury cash management. *Current Issues in Economics and Finance*, v. 10, n. 11, 2004. Available at: [www.newyorkFed.org/research/current\\_issues](http://www.newyorkFed.org/research/current_issues).

GARBADE, K. D.; RUTHERFORD, M. Buybacks in treasury cash and debt management. *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Report, n. 304, Oct. 2007.

GEITHNER, T. G. *Stress Test.* N.Y.: Crown Publishing Group, 2014.

GOODFRIEND, M. Central banking in the credit turmoil: an assessment of Federal Reserve practice. *Journal of Monetary Economics*, v. 58, n. 1, p. 1-12, Jan. 2011.

GOODHART, C. A. E. Monetary policy and public debt. Banque de France. *Financial Stability Review*, n. 16, Apr. 2012.

GOODHART, C. A. E. The changing role of central banks. *BIS Working Papers*, n. 326, Nov. 2010.

HILLERY, P. V.; THOMPSON, S. E. The Federal Reserve banks as fiscal agents and depositories of the United States. *Federal Reserve Bulletin*, Apr. 2000.

HRUNG, W. B.; SELIGMAN, J. S. Responses to the financial crisis, treasury debt, and the impact on short-term money markets. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 481, Jan. 2011. Publicado em: *International Journal of Central Banking*, v. 11, n. 1, jan. 2015.

IMF; WORLD BANK. Guidelines for public debt management: accompanying document and select case studies. Washington, D.C.: International Monetary Fund: World Bank Group, 2003.

KOSAR, K. R. Government-sponsored enterprises (GSEs): an institutional overview. Congressional Research Service. CRS Report for Congress, Apr. 23, 2007. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

LABONTE, M. Federal Reserve: unconventional monetary policy options. Congressional Research Service, Feb. 2014b. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

LABONTE, M. Financial Turmoil: Federal Reserve Policy Responses. Congressional Research Service. CRS Report for Congress, Oct. 23, 2008. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

LABONTE, M. Monetary policy and the Federal Reserve: current policy and conditions. *Congressional Research Service*. CRS Report for Congress, Jul. 1, 2014. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

LABONTE, M.; NAGEL, J. C. Foreign holdings of Federal debt. *Congressional Research Service*, Jun. 16, 2014. Available at: [www.crs.gov](http://www.crs.gov).

LAVOIE, M. Changes in Central Bank procedures during the sub-prime crisis and their repercussions on monetary theory. *International Journal of Political Economy*, v. 39, n. 3, fall, 2010.

PAULSON JR., H. M. *On the brink*. N.Y.: Hachette Book Group, 2010.

PLOSSER, C. I. Credible commitments and monetary policy after the crisis. *Swiss National Bank Monetary Policy Conference Zurich*, Switzerland, Sep. 24, 2010.

PLOSSER, C. I. Ensuring sound monetary policy in the aftermath of crisis. *U.S. Monetary Policy Forum. The Initiative on Global Markets*. Speech. N.Y., Feb. 27, 2009.

PLOSSER, C. I. Fiscal policy and monetary policy: restoring the boundaries. *U.S. Monetary Policy Forum. The Initiative on Global Markets*. Speech. N.Y., Feb. 24, 2012.

SANTORO, P. J. The evolution of treasury cash management during the financial crisis. *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, v. 18, n. 3, 2012.

TOBIN, J. An essay on principles of debt management. Cowles Foundation Paper, 195. Reimpresso de *Fiscal and Debt Management Policies*. Commission on Money and Credit, 196.