UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

EMPRÉSTIMOS EM ÚLTIMA INSTÂNCIA: CONCEITOS E EVOLUÇÃO

DANTE RICARDO CHIANAMEA

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de **Doutor em Ciências Econômicas,** área de concentração: **Teoria Econômica**, sob a orientação do **Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.**

Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por ***Dante Ricardo Chianamea,*** *em* ***19/02/2010*** *e orientada pelo* **Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.**

CPG, 19/02/2010

Campinas, 2010

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do Instituto de Economia/UNICAMP

C43e

Chianamea, Dante Ricardo.
Empréstimos em última instância: conceitos e evolução/ Dante Ricardo Chianamea. – Campinas, SP: [s.n.], 2010.

Orientador: José Carlos de Souza Braga.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.
1. Liquidez (Economia). 2. Bancos Centrais. 3. Política monetária. 4. Risco (Economia). I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Titulo.

10-009-BIE

Título em Inglês: Lender of last resort: concepts and development
Keywords: Liquidity (Economy); Central Banks ; Monetary policy ; Risk
Área de concentração: Teoria Econômica
Titulação: Doutor em Ciências Econômicas
Banca examinadora: Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga
Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti
Profa. Dra. Simone Silva de Deos
Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
Prof. Dr. Carlos Donizeti Macedo Maia
Data da defesa: 19-02-2010
Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Tese de Doutorado

Aluno: **DANTE RICARDO CHIANAMEA**

"Empréstimos em última instância: conceitos e evolução"

Defendida em 19 / 02 / 2010

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. JOSÉ CARLOS DE SOUZA BRAGA
Instituto de Economia / UNICAMP

Profª Drª ANA ROSA RIBEIRO DE MENDONÇA SARTI
Instituto de Economia / UNICAMP

Prof. Dr. CARLOS DONIZETI MACEDO MAIA
BACEN / DF

Prof. Dr. CARLOS EDUARDO FERREIRA DE CARVALHO
PUC/SP

Profª Drª SIMONE SILVA DE DEOS
Instituto de Economia / UNICAMP

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos Professores Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti, Marcos Antônio Macedo Cintra e Simone Silva de Deos por me apoiarem a fazer o Curso de Doutoramento em Economia, por lerem e discutirem versões anteriores deste trabalho e, também, pelo ambiente sadio e agradável de debates propiciados no âmbito do CERI – Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais da Unicamp.

Ao Professor José Carlos de Sousa Braga, agradeço pelo incentivo desde as discussões sobre o Acordo de Basiléia II anteriores a minha admissão no Curso até a orientação final desta tese. Sua experiência, disposição e bom humor tornaram o trabalho um pouco mais leve e foram essenciais para a sua conclusão.

Ao longo do Curso, muitos professores do Instituto de Economia da Unicamp contribuíram para que eu evoluísse no meu entendimento da Ciência Econômica. Lembro com carinho especial das aulas dos Professores Carlos Alonso Barbosa de Oliveira, David Dequech Filho, Mariano Laplane, Cláudio Hamilton dos Santos e Antonio Carlos Macedo e Silva.

Agradeço também aos Professores Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho e Giuliano Contento de Oliveira por participarem das discussões finais deste trabalho.

Sou grato ao Programa de Pós-Graduação do Banco Central do Brasil, que foi o patrocinador do meu programa de doutoramento, a Carlos Donizeti Macedo Maia, pelas conversas periódicas ao longo de todo o Curso, e a José Benedito de Zarzuela Maia, que aceitou discutir o resultado final, a Guilherme Matsumura Yanaka e a Jean Toledo de Freitas pelos debates instigadores acerca de teorias.

Sou especialmente grato aos incentivos de minha mãe Yvetti Chianamea e de Paula Ester Farias de Leitão que me estimulou a aderir ao Programa de Pós-Graduação do Banco Central e teve paciência e ouvidos ao longo de quase três anos.

A dedicação de todas essas pessoas não as torna responsáveis pelas falhas deste trabalho.

RESUMO

A produção de moeda pelo sistema bancário é dependente de convenções sociais sobre o valor de diversos ativos. Quando essas convenções deixam de existir o ativo mais valorizado passa a ser a moeda produzida pelos bancos centrais. Para reduzir o número de falências e descumprimento de pagamentos, é, nesse caso, necessário que os bancos centrais aceitem, em troca da moeda que produzem, ativos que a sociedade não consegue mais avaliar. Em nenhuma nação esse fato é bem aceito por suas populações, mas algumas nações têm mais consciência do papel que seu banco central deve desempenhar nesse sentido. No Brasil, essa consciência sobre a necessidade e forma de desempenho de seu banco central oscilou muito ao longo da história e, após alguns anos recentes de estagnação, voltou agora a evoluir. Entretanto, ainda é incerto que o Banco Central do Brasil possa aceitar ativos de valor duvidoso nos próximos anos.

ABSTRACT

The production of currency by banking systems is dependent on social conventions about values of assets. End of such conventions turns central banks' currencies as the most wished assets. Central banks must offer their currencies by not well-evaluated assets so that the number of bankruptcies and delinquencies remains at low levels. Any country does not accept this fact, but some nations are more conscious of that central bank's role. Historically, the consciousness about the central bank's role as lender of last resort has changed a lot. However, it remains uncertain that the Brazilian central bank may accept doubtful valued assets in the coming years.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO ***1***

1 - LIQUIDEZ BANCÁRIA E INSTABILIDADE FINANCEIRA ***11***

1.1 - LIQUIDEZ DE ATIVOS E LIQUIDEZ BANCÁRIA 11
1.1.1 - Conceitos aplicados à realidade recente *30*
1.2 - A DISTINÇÃO ENTRE SOLVÊNCIA E LIQUIDEZ 40
1.3 - PRUDÊNCIA E INSTABILIDADE FINANCEIRA 50

2 - LIQUIDEZ BANCÁRIA: POSSIBILIDADES DE OBTENÇÃO ***69***

2.1 - OS LIMITES DA GESTÃO DE LIQUIDEZ BANCÁRIA 69
2.1.1 - Reservas compulsórias *70*
2.1.2 - Índices Mínimos de Liquidez *90*
2.2 - LIQUIDEZ E AS OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO E INTERBANCÁRIO 92

3 - PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTÂNCIA: CARACTERÍSTICAS..... 113

3.1 - FORMAÇÃO E EVOLUÇÃO DOS PRESTAMISTAS DE ÚLTIMA INSTÂNCIA 114
3.1.1 - Grande banco comercial privado *114*
3.1.2 - Clearings de Mercado *118*
3.1.3 - Sistemas públicos *121*
3.1.4 - Seguradoras de depósitos *125*
3.2 - OBJETIVOS E ATUAÇÃO 129
3.2.1 - Extensão dos empréstimos *133*
3.2.2 - Instituições atendidas e garantias aceitas *136*
3.3 - EXTERNALIDADES 140
3.3.1 - Incentivo ao risco moral *140*
3.3.2 - Dispêndio de recursos públicos *143*
3.3.3 - Depreciação da moeda *148*

4 - PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTÂNCIA NO BRASIL: FORMAÇÃO E EVOLUÇÃO ***159***

4.1 - EVOLUÇÃO HISTÓRICA 159
4.2 - A SITUAÇÃO NO SÉCULO XXI 175

CONSIDERAÇÕES FINAIS ***189***

BIBLIOGRAFIA ***199***

Introdução

O objetivo desta tese é defender que, na atualidade, para enfrentar crises financeiras e riscos sistêmicos, o Brasil, como uma economia monetária de produção, precisa ter um banco central com capacidade de exercer a função de prestamista de última instância. Para o desempenho completo desta função, é preciso não só capacidade legal e operacional de conceder empréstimos garantidos por títulos públicos, mas também a possibilidade de realizar empréstimos lastreados nos mais variados títulos e operações de crédito que o sistema financeiro gera. A Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000 tolheu parte da capacidade do Banco Central do Brasil em conceder empréstimos de última instância na medida em que não admite prejuízos com essas operações.

A concessão de crédito e a negociação com títulos de dívida são atividades que produzem externalidades. Cada operação de crédito ou compra de título que é realizada não envolve apenas risco para quem cede recursos, mas para a sociedade como um todo, pois a confiança, que pode ser abalada, na estabilidade de preços de ativos e no bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e de depósitos bancários é um bem público. Um único crédito de pequeno valor não tem a capacidade de causar risco sistêmico ou risco de deflação de ativos, mas a atividade continuada de conceder empréstimos e construir grandes carteiras de crédito pode gerar esse tipo de risco. Assim, a atividade do sistema financeiro, como qualquer assunto que afeta ou pode vir a afetar toda a sociedade, é de interesse e responsabilidade do Estado.

Entretanto, há várias possibilidades de arranjos institucionais. Alguns Estados podem delegar a atividade financeira a um banco central que pode ser público ou privado. Por sua vez, um banco central pode conceder crédito direto aos clientes finais ou delegar essa tarefa a um sistema de bancos privados e controlar apenas indiretamente a atividade financeira. Há inclusive a possibilidade do Estado abdicar completamente do controle da atividade financeira em favor do livre mercado. Todas essas possibilidades já foram testadas no período que vai do início do século XIX aos dias atuais. O Banco da Inglaterra, no século

XIX, era o banco central do Reino Unido, possuía capital privado e concorria com os demais bancos privados na concessão de crédito aos consumidores e empresários. No final do século XIX, o Banco da Inglaterra passou a conceder crédito apenas a outros bancos e ao governo. Posteriormente, em meados do século XX, o banco central britânico passou a ser estatal. Os Estados Unidos da América não possuíam banco central e muitos bancos atuavam sem qualquer supervisão do Estado no final do século XIX. No arranjo atual, o Federal Reserve System, banco central norte-americano, possui capital privado e não concorre com as instituições financeiras privadas.

Os diferentes arranjos institucionais refletem as diversas concepções de como a economia monetária de produção funciona. A transição entre modelos de controle do sistema financeiro sempre é marcada por crises que colocam em cheque as antigas crenças. As crises do final do século XIX mostraram aos Estados Unidos da América que o Estado não podia delegar totalmente o controle do sistema financeiro ao mercado: era necessário um banco central que poderia até não ser estatal, mas teria seu presidente indicado pelo Estado. No mesmo período, os britânicos, que já possuíam um banco central, entenderam que a principal função do Banco da Inglaterra não seria a concessão de crédito comercial, mas a realização de empréstimos de última instância.

Um dos principais problemas para as economias capitalistas é que o prestamista de última instância sempre traz custo para o Estado. Mesmo sendo o Federal Reserve uma entidade com capital privado, a moeda que ele emite tem caráter público. Portanto, os Estados Unidos da América procuraram limitar essas perdas para o Estado através da constituição de um fundo que absorveria regularmente recursos do sistema bancário privado. Os recursos acumulados por esse fundo seriam utilizados para cobrir parte das perdas com as falências bancárias. No âmbito mundial, para socorrer países com problemas de balanço de pagamentos, uma solução semelhante foi adotada ao se criar o Fundo Monetário Internacional (FMI) em contraposição à sugestão de Keynes para que se criasse um banco. A principal diferença entre um fundo e um banco é que este cria moeda. Um fundo só pode atuar como prestamista de última instância se for possível calcular os recursos que ele deverá acumular para conter as crises futuras. Caso este cálculo não seja possível, um fundo

se prestaria a ser uma entidade auxiliar na contenção de crises, mas não poderia ser a última instância. A experiência do FMI ao longo do século XX reflete essa limitação, permitindo-se, com o surgimento dos primeiro problemas, que ele tomasse recursos emprestados e, posteriormente, autorizando-se até que o Fundo criasse uma moeda *sui generis*, o DES. Verificamos ao longo deste trabalho que, até os dias atuais, esta não é uma questão bem resolvida.

Se os fundos não são capazes de absorver todos os custos gerados nas crises que os sistemas financeiros produzem, os Estados continuam tendo que compartilhar os riscos das mais variadas formas de concessão de crédito privado e, portanto, têm o direito de realizar intervenções no mercado financeiro para minimizar seus prejuízos. Os Estados, em geral, delegam o poder de realizar essas intervenções aos seus bancos centrais, pois estes têm contato direto e diário com seus sistemas financeiros. Pode haver também, nesta separação entre um Estado e um banco central, a tentativa de isolar a interferência política do Estado no mercado financeiro privado. Mas defender a existência de um banco central não significa defender a independência entre o poder político do Estado e a economia privada. Os momentos de crise sempre mostraram que essa independência não existe de fato. É por isso que não defendemos apenas a interferência do Estado nos momentos de crise via um prestamista de última instância, mas também, como contrapartida, a regulamentação e participação do Estado no sistema financeiro nos momentos de crescimento. O ideal é que a regulamentação e supervisão financeiras fossem capazes de evitar crises, mas isso não é e, historicamente, não tem se mostrado possível. Concordamos aqui com Belluzzo (2010:39):

> "Nesse regime de moeda denominada pelo Estado e emitida pelo sistema bancário, a estabilidade da economia não pode ser garantida por critérios privados de maximização de ganhos".

Neste trabalho, destacamos que em uma economia de livre mercado as decisões de investimento e crédito estão sujeitas a incertezas. A formação de opinião convencional entre empresários aumenta a confiança de que haverá retorno futuro dos investimentos que são realizados hoje. No curto prazo, as convenções financeiras são auto-realizáveis. Entretanto, os preços de alguns ativos podem crescer a uma taxa acima da evolução da

renda da maioria dos agentes. Dentro de um prazo mais longo, esse processo se torna insustentável, levando ao fim das convenções financeiras que sustentavam o crescimento de preços. Utilizando-se a nomenclatura de Minsky, diríamos que o crescimento econômico de livre mercado caminha no sentido de maior fragilização financeira, isto é, redução de agentes *hedge* e aumento de agentes especulativos e agentes Ponzi. A menos que o Estado, procure direcionar a formação e evolução das convenções financeiras, a economia de livre mercado caminha para um ponto insustentável, onde surgem maus resultados que passam a destruir as convenções que haviam se formado anteriormente. Nesse momento, com confiança menor sobre os retornos futuros e aumento da dúvida sobre os valores atuais de ativos, a convenção que se forma é a da preferência por liquidez. Para evitar uma crise mais profunda, o Estado deve exercer um papel anticíclico, tentando substituir rapidamente o papel que o mercado deixa de realizar, isto é, investir e conceder crédito. Conforme Minsky denominou, o Big Government faz os investimentos para estimular a economia e o Big Bank, isto é, o banco central, concede crédito ao sistema bancário para reduzir uma deflação de ativos que resultaria da liquidação das carteiras de crédito e títulos dos bancos privados. Com a evolução dos sistemas financeiros, na crise de 2008, o Big Bank de Minsky teve que ser ampliado e conceder crédito de última instância não só a bancos comerciais, mas também a bancos de investimento.

No Brasil, a evolução das instituições econômicas sofreu muitas influências do Reino Unido, ao longo do século XIX até os primeiros anos do século XX e, desse momento até os dias atuais, dos Estados Unidos. Nesse processo, o Banco do Brasil teve épocas em que se assemelhava ao Banco da Inglaterra com capital privado, presidente indicado pelo Parlamento, com atuação tanto comercial quanto de prestamista de última instância. Entretanto, a diferença das condições históricas e sociais desses países fez com que o desenvolvimento institucional tivesse características próprias. O Banco da Inglaterra, por exemplo, deixou de exercer a atividade comercial para se dedicar às funções clássicas de um banco central. O Banco do Brasil teve suas funções de banco central transferidas para o Banco Central do Brasil e se tornou um banco comercial estatal. Entre os anos 1960 e 1990, as funções de banco central estavam em parte no Banco do Brasil e em parte no Banco Central. Além do Banco do Brasil, há também outro grande banco estatal: a Caixa

Econômica Federal. Os bancos estatais ajudam a direcionar crédito a áreas que o sistema privado muitas vezes despreza, formando convenções que contribuem para uma maior estabilidade financeira da nação. Após o Plano Real, com inspiração nas instituições dos Estados Unidos, criou-se um fundo garantidor de depósitos à vista no Brasil.

O Brasil reunia, portanto, condições favoráveis para administrar seu sistema financeiro. Entretanto, a Lei de Responsabilidade Fiscal do ano 2000 limitou o poder de atuação do Banco Central como prestamista de última instância, permitindo apenas que fossem feitos empréstimos a bancos solventes com problemas liquidez. Os bancos insolventes deveriam, segundo a referida Lei, ser socorridos por um fundo. Isso fere a hipótese que adotamos neste trabalho: a economia tem incertezas que não permitem distinguir claramente problemas de liquidez dos problemas de solvência. A incerteza tampouco permite prever (calcular) os recursos que serão necessários para um fundo conter uma crise. Por isso, entendemos que atualmente há uma deficiência institucional para o Brasil enfrentar crises financeiras. Na crise mais recente, as limitações que a Lei impõe ao Banco Central foram contornadas não só através do uso do fundo garantidor de depósitos, mas também dos bancos estatais que concederam crédito a bancos em dificuldades. Essa não é a melhor solução, pois os bancos públicos não detêm informações sobre: o nível da conta reserva de cada banco do sistema financeiro, o fluxo de recursos no sistema de pagamentos, os relatórios de fiscalização das instituições financeiras, etc. Além dessas limitações, o fundo garantidor de créditos não tem capacidade de emitir moeda.

Não ignoramos que: há custos para os governos que resultam dessas intervenções dos bancos centrais; alguns bancos podem se sentirem incentivados a correr mais risco (risco moral); além dos bancos centrais, outros órgãos públicos e privados também podem contribuir nas reações às crises sistêmicas; idealmente, a regulamentação e supervisão deveriam evitar as crises financeiras. Mas, na realidade, regulação e supervisão estão sempre um passo atrás do mercado financeiro e, por isso, são capazes de amenizar as crises, não elimina-las. E não conceder crédito de última instância não é a melhor resposta em recessões e depressões. Nos dizeres de Belluzzo (2010:40):

> "Quando a roda da fortuna gira em falso, com colapso de preços e ampla flutuação de moedas, o remédio é recorrer à

> centralização estatal, sob pena de destruição do crédito e de sua moeda, ou seja, da infraestrutura do mercado".

As hipóteses adotadas nesta pesquisa nos fazem concluir que os argumentos como o do risco moral são apenas verdades parciais de uma realidade mais complexa. A primeira hipótese, como já dissemos, é que existe, nas atuais economias de mercado, incerteza. Com isso, queremos dizer que não há como mensurar os riscos econômicos que os investidores e empresários correm em seus negócios. Pode parecer que seja uma hipótese não intuitiva, mas, ao longo do desenvolvimento deste trabalho, procura-se destacar a veracidade desta afirmação através do comportamento de bancos, agências de classificação de risco e gestores de órgãos públicos. Assim, esta metodologia conduz a uma pesquisa que se afasta do padrão semelhante à Geometria Euclidiana, onde as hipóteses ou axiomas são considerados verdades indiscutíveis e novas conclusões vão sendo geradas a partir da demonstração de teoremas. Neste trabalho, dados da realidade histórica e hipóteses se reforçam mutuamente.

A segunda hipótese, sempre pensando na realidade das economias de mercado atuais, é que os bancos centrais não têm pleno controle sobre o comportamento do sistema bancário, mas são capazes de impor, ao menos temporariamente, algumas restrições. Por meio de inovações financeiras, bancos privados fazem com que a regulamentação perca, em parte, sua eficácia. Até que a regulamentação seja atualizada, as instituições bancárias passam por momentos de maior liberdade, onde podem conceder crédito e criar moeda além do ponto onde um banco central desejaria. Essa hipótese é equivalente a dizer que a criação de moeda no sistema bancário é endógena, mas o papel de um banco central nesse processo não é desprezível. A exigência de depósitos compulsórios representa uma restrição à criação de moeda que os bancos conseguiram transpor em vários momentos, mas, ainda assim, não significa que tenha efeito nulo. Em períodos nos quais a economia não esteja em crise e o sistema bancário cria moeda além do volume desejado, um banco central pode conceder empréstimos de liquidez a um preço alto para desestimular a criação de mais moeda. As operações de mercado aberto realizadas por um banco central também influenciam a concessão de crédito ao mercado e, portanto, a criação de moeda bancária. Nenhum desses controles é rígido, plenamente determinado *ex ante*, mas causam efeitos

econômicos *ex post*. Nesse sentido, a moeda é somente em parte endógena. Da mesma forma que a primeira hipótese que assumimos, esta segunda hipótese também não é facilmente aceita e necessita, ao longo do trabalho, ser reforçada com dados históricos.

A metodologia empregada na elaboração desta pesquisa não é baseada em análises atomísticas que a partir de um individuo típico, extrapola o comportamento da sociedade. Procura-se agregar conhecimento a partir de observações amplas tanto no tempo, através da observação da evolução histórica de instituições, como no espaço, através da comparação de instituições de países diversos e sem deixar de levar em consideração o contexto dos fatos observados. Embora tenham objetivos semelhantes e possa-se, às vezes, comparar o Banco da Inglaterra e o Federal Reserve, não se deixa de considerar que eles têm origens, estruturas e experiências diferentes. Ênfase também é dada nas inter-relações tanto entre conceitos quanto entre instituições sociais. Nas palavras de Dow (1996:43): "[...] entende-se que o sistema econômico é orgânico com interdependências que são evolucionárias e que não podem ser representadas formalmente". Portanto, utilizam-se, nesta pesquisa, dados estatísticos ou históricos que descrevam ao menos parcialmente as interações e correlações da realidade econômica, mas evita-se o uso de inferência estatística para prever futuros comportamentos econômicos.

A evolução institucional faz com que as teorias econômicas tenham que ser constantemente contrapostas com os dados que surgem a partir dos novos ambientes econômicos. O conhecimento surge a partir dessa contraposição entre teorias e dados da realidade: a teoria econômica não pode ser falseada pelos dados observados porque a realidade muda constantemente. A sociedade em que Thornton viveu difere muito das que Keynes e Minsky viveram. Chick (1994:10) afirma, por exemplo, que a teoria da poupança e taxas de juros não é independente do estágio de desenvolvimento das instituições financeiras. Mas há conceitos comuns às teorias de todos esses autores que, conforme esta tese verifica, são válidos até os dias atuais.

Em agosto de 2007, a crise de inadimplência de crédito imobiliário americano, através de contágio, provocou uma fuga de ativos brasileiros para o dólar norte-americano. Os

investidores estrangeiros começaram a liquidar suas posições no Brasil, considerado um país de risco, e trocar reais por dólar. A depreciação ou iliquidez do real não foi maior porque as ações do FED como LLR (*lender of last resort*) conseguiram estabilizar as expectativas. Mais tarde, em setembro de 2008, graças à rápida venda de derivativos e de moeda estrangeira no mercado cambial, o Banco Central do Brasil não precisou dispor de todas as suas reservas acumuladas em moeda estrangeira e nem recorrer a um ILLR (*international lender of last resort*), isto é, ao FMI ou outros organismos internacionais.

No Brasil, conforme noticiado no Jornal Valor Econômico de 19/11/2007, Alvir Alberto Hoffmann, ao ser sabatinado pelo Senado para assumir o posto de Diretor de Fiscalização do Banco Central do Brasil, afirmou que o país não teria, na época, instrumentos legais para lidar com uma crise bancária como a que havia envolvido recentemente o Northern Rock, socorrido pelo Tesouro inglês com uma injeção, até data acima, de US$ 50 bilhões. Isso porque, aparentemente, a Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000 queria evitar o uso de recursos públicos para salvar bancos privados e, com isso, deixou o Banco Central sem o poder de LLR. Claro que havia concessão de empréstimos do Banco Central para bancos privados, mas não no sentido de LLR discutido até aqui: eram apenas concedidos empréstimos para bancos que dessem, como garantia, títulos públicos federais. Poderiam ser usadas outras garantias privadas desde que não causassem prejuízo ao Banco Central. Estava subentendido na Lei de Responsabilidade Fiscal que o Banco Central do Brasil não precisaria correr riscos ao realizar empréstimos de última instância. Mas, conforme Aglietta & Scialom (2003), normas prudenciais e novos sistemas de liquidação interbancária podem reduzir o risco sistêmico, mas não eliminá-lo. Hoffmann afirmou, também, que 'pelas regras atuais, se houvesse uma quebra de banco, não resta alternativa ao Banco Central do Brasil senão a liquidação pura e simples'.

Essa discussão também surgiu no Congresso Americano, nos 80, quando o Federal Reserve teve que socorrer bancos com créditos soberanos de países que declararam, ou estavam em vias de declarar, moratória. O Congresso exigiu que o Fed elaborasse uma norma para que o contribuinte, no futuro, não pagasse pela ação imprudente dos bancos e essa norma acabou se transformando no Acordo de Basiléia. Entretanto, a crise dos créditos

imobiliários de 2007 mostra que não só o Fed, mas também o Tesouro Inglês e o Banco Central Europeu fizeram uso da função LLR, pois o Acordo de Basiléia não se mostrou suficiente para manter a estabilidade do sistema financeiro.

O referencial teórico seguido neste trabalho baseia-se na tradição keynesiana, embora autores de outras escolas de pensamento sejam citados para, por contraposição, delinear conceitos. A moeda não é caracterizada como sendo neutra: a preferência por liquidez afeta as decisões de consumo e investimento e, portanto, a economia real. Não se acredita que a interação de agentes individuais em um mercado livre de interferências governamentais distribui bem a riqueza produzida e nem conduz a um equilíbrio econômico duradouro: o mercado tem falhas e precisa de coordenação. A probabilidade de que futuros cenários econômicos venham a ocorrer é pensada como sendo apenas subjetiva, isto é, ninguém pode prever probabilisticamente as futuras decisões que governos, bancos centrais, grandes empresas vão tomar: isso se constitui na incerteza fundamental que permeia a economia. As convenções que se formam sobre o comportamento empresarial auxiliam temporariamente e parcialmente a contornar os problemas decisórios.

Embora não seja possível prever probabilisticamente os futuros cenários econômicos, é possível projetá-los como meta a ser atingida através de políticas de governo. Para esse planejamento, o conhecimento de teoria econômica é fundamental. A criação e as características de atuação de um prestamista de última instância se constituem em políticas governamentais para redução do impacto de crises financeiras.

Esta pesquisa está divida em quatro partes.

No primeiro capítulo, discutem-se as características da instabilidade a que o sistema bancário está sujeito e a impossibilidade de se evitá-las através de limites impostos sobre os riscos de operações financeiras. Procura-se mostrar que o risco de liquidez é parte integrante e necessária da atividade bancária. Argumenta-se que, historicamente, os conceitos de liquidez e de valor de um ativo são correlacionados como também são os conceitos de solvência e de liquidez de uma instituição financeira.

O objetivo do segundo capítulo é argumentar que distribuição de liquidez coordenada pelo mercado bancário nem sempre é eficiente e também não se restringe a um problema de administração individual de banco. Portanto, operações de mercado aberto e mercado interbancário não são suficientes para manter a estabilidade sistêmica.

No terceiro capítulo procura-se caracterizar a função de prestamista de última instância que é necessária para reduzir as crises financeiras. Ao longo desse capítulo, discutem-se soluções adotadas em diferentes épocas e locais: a *clearing* de mercado no período do sistema bancário nacional americano entre 1857 a 1907, por exemplo. Trata-se, também, da discussão sobre os custos arcados pela sociedade e das limitações de empréstimos de moeda inconversível para conter crises financeiras.

No quarto e último capítulo, discute-se a evolução histórica, contextualiza-se a atual forma de conceder empréstimos em última instância no Brasil, e aponta-se a tendência de futuras alterações desse instrumento de política monetária.

1 - Liquidez Bancária e Instabilidade Financeira

Empréstimos em última instância[1] concedidos por bancos centrais não costumam ser bem vistos pelas sociedades. O banco socorrido, em geral, é considerado imprudente, mal administrado, e, se tem seu nome divulgado, corre o risco de falência. No cerne desse problema está a administração de liquidez bancária: os bancos apesar de terem o poder de criar liquidez correm o risco de se tornarem ilíquidos.

O intuito deste capítulo é delimitar os conceitos de liquidez e solvência bancária e discutir a instabilidade a que o sistema bancário está sujeito na economia atual. Mostrar que a tentativa de impor limites de prudência, ou seja, impor limites que afetam a maximização dos lucros dos bancos, contribui para a redução da instabilidade financeira, mas não a elimina. Portanto, apesar dos limites de prudência e a despeito de todos os argumentos contrários ao uso da função de prestamista de última instância dos bancos centrais, ela permanece como uma necessidade.

1.1 - Liquidez de Ativos e Liquidez Bancária

Como muitos conceitos utilizados na teoria econômica, não há uma única definição de liquidez que seja aceita por todos os economistas. A forma diversa de pensar de alguns autores que veremos a seguir não é apenas um problema teórico, pois geram conseqüências

[1] Neste trabalho, os termos redesconto e empréstimo de última instância serão tratados, salvo especificação em contrário, como sinônimos, isto é, empréstimos de liquidez realizados pelo banco central. O termo redesconto vem ao menos desde o século XIX, quando a maioria dos créditos concedidos por bancos eram feitos através de descontos de títulos (venda, com desconto sobre o valor nominal, de faturas, letras de câmbio, notas promissórias, etc). Um banco que precisasse de liquidez de um banco central redescontava parte da sua carteira de títulos, isto é, revendia para o banco central, com novo desconto sobre o valor nominal, os títulos anteriormente adquiridos no mercado. Posteriormente, o sistema financeiro passou a conceder empréstimos e reter títulos ou outros ativos como garantia. Caso o cliente se tornasse inadimplente, a garantia seria vendida para pagamento do empréstimo. Se a venda da garantia não cobrisse a dívida, quem havia contraído o crédito continuava a dever. Quando a concessão de crédito com retenção de garantias é feita por um banco central a um banco comercial, diz-se que o banco central concedeu um empréstimo de última instância. Atualmente, mesmo as operações de redesconto são, em geral, realizadas com compromissos de recompra, isto é, o banco que tomou recursos de um banco central através da venda de um título se compromete a recomprá-lo dentro de um prazo determinado.

na implementação de políticas de estabilidade financeira. Conforme Keynes: "Homens práticos que acreditam que são livres de qualquer influência intelectual são, em geral, escravos de algum economista morto".

Keynes (1936:231) argumenta que não há um padrão absoluto de 'liquidez', mas apenas uma escala de liquidez. O conceito do que contribui para a liquidez é parcialmente vago, mudando de tempos em tempos e dependendo de práticas sociais e instituições. Segundo Plihon (2004:27):

> "Um ativo líquido tem duas características principais: o seu valor nominal é estável - não apresenta risco de variação no seu valor nominal (ausência de risco de mercado); e pode ser utilizado de imediato para a liquidação de operações - é um ativo líquido que pode ser convertido, sem custo e sem demora, em meio de pagamento (ausência de risco de liquidez) [...] O ativo que possui essas propriedades em maior grau é a moeda".

Vemos que Plihon cita o conceito de grau de liquidez. A moeda não é o único ativo líquido, mas, é o mais líquido, e o único usado como meio de pagamento. Os demais ativos líquidos podem ser convertidos rapidamente e sem perda de valor em meio de pagamento, isto é, moeda. Títulos públicos, por exemplo, costumam ser ativos líquidos, pois podem ser vendidos (convertidos em meio de pagamento) rapidamente sem perder valor. Os títulos públicos não são normalmente utilizados como meio de pagamento e, portanto, são menos líquidos que a moeda. Uma das medidas do grau de liquidez de um ativo é o seu baixo risco de mercado. A moeda, por ser o ativo de referência de valor, não apresenta risco de mercado. Um real tem sempre o valor de um real. O risco de mercado de uma moeda só existe quando é feita uma comparação com outras moedas e que pode levar a observação de uma escala de liquidez entre as diferentes moedas. Outra medida do grau de liquidez de um ativo é seu tempo de conversão em meio de pagamento: quanto mais difícil for sua venda, menos líquido será. E quanto menor a liquidez de um ativo, maior é o prêmio de liquidez que se exige para retê-lo.

O número de operações de compra e venda de um ativo pode confirmar o seu alto grau de liquidez, mas a liquidez não depende sempre da existência de transações. Em momentos de alta preferência por liquidez, há demanda por ativos líquidos, mas não há oferta correspondente. Um ativo é líquido porque quase todos os participantes de um mercado acreditam na manutenção do seu valor. Os ativos líquidos devem se assemelhar à moeda que, conforme Keynes (1936:222 a 224), tem as seguintes características:

> 1- Baixa elasticidade de produção, ou baixa relação entre o custo de produção e o lucro gerado pela fabricação física de moeda, de forma que ninguém produz, nem pode produzir, mais moeda porque seu preço aumentou como é o caso de ativos físicos e *commodities*;
>
> 2- Elasticidade de substituição praticamente nula, isto é, o dinheiro só tem utilidade como meio de troca (reserva de valor e unidade de conta), não tem utilidade física, e, quando a demanda por moeda aumenta, não há, em geral, outros ativos que sejam aceitos em seu lugar;
>
> 3- Custo de manutenção ou armazenagem desprezível e, por isso, num período recessivo, onde o valor dos demais ativos e serviços de uma economia cai, há uma 'preferência pela liquidez', isto é, um movimento em massa em busca de moeda que leva a taxa monetária de juros a subir (só há reversão nesse movimento se surgir uma nova expectativa de revalorização dos ativos e serviços).

Ou seja, os participantes do mercado têm algum grau de dificuldade para obter os ativos mais líquidos e o interesse por possíveis substitutos é baixo. Conforme Keynes, a moeda é insubstituível principalmente quando sua demanda aumenta. Ao mesmo tempo, liquidez é um conceito relativo (e variável ao longo de tempo) e a moeda é sempre o ativo mais líquido. Assim, pode-se admitir que haja períodos e situações onde a necessidade de liquidez pode ser suprida por outros ativos um pouco menos líquidos que a moeda. O entesouramento de títulos públicos é um exemplo, pois é considerado um ativo que pode ser convertido rapidamente em moeda para pagamento de dívidas. Isso significa que, nos momentos de menor preferência por liquidez, a moeda é substituída em maior grau, embora essa elasticidade de substituição seja muito baixa.

A existência de mercados profundos, isto é, com grande número de operações, contribui para a liquidez de um ativo ao divulgar, tanto a possíveis compradores quanto aos prováveis vendedores, um preço de referência. A baixa oscilação de preços entre um grande número de operações de compra e venda de um determinado ativo ajuda a reforçar uma convenção sobre seu valor. As transações em um mercado de ativos líquidos não ocorrem porque existem divergências de opiniões sobre suas futuras valorizações. Opiniões divergentes sobre a capacidade de um ativo manter seu valor representam um aumento em seu risco de liquidez. O mercado de ativos líquidos, que apresentam baixo prêmio de liquidez, é movimentado pelas necessidades de constituição de reservas e realização de pagamentos, sejam eles esperados ou extraordinários. A moeda, por exemplo, circula em grande volume por ser aceita amplamente como meio de pagamento e reserva de valor.

A liquidez instantânea dos agentes econômicos resulta da renda de suas atividades – lucro das empresas ou salários dos trabalhadores – e da facilidade que têm para contrair dívidas. Os agentes econômicos também estocam ativos líquidos para cobrir despesas extraordinárias ou interrupções em seu fluxo de renda. O custo e a facilidade de crédito de uma empresa são determinados pelo mercado financeiro, isto é, pelos diversos agentes que promovem o lançamento e comercialização de títulos de dívidas em bolsas de valores ou pelo sistema bancário que concede crédito direto às empresas. O mercado financeiro estima as possíveis faltas de liquidez que empresas ou consumidores podem enfrentar no futuro e atribuem um risco de crédito às dívidas desses agentes. O risco de crédito está relacionado à possibilidade de que um contrato ou título de dívida não seja pago porque seu emissor ficará ilíquido. As estimativas do mercado sobre futuras dificuldades de liquidez que podem causar a inadimplência de um título podem ser refeitas diariamente. Essas reavaliações do mercado causam variações no custo do crédito das empresas e variações no valor dos títulos de suas dívidas. Essas variações de preço de títulos são denominadas de risco de mercado. O mercado financeiro exige um prêmio de risco para conceder moeda em troca de um título de dívida que possui risco de crédito, risco de mercado e risco de liquidez. Mas todos esses riscos são baseados em opiniões e tentativas de previsão de futuro feitas por um conjunto de analistas do mercado financeiro e bancário. A convergência dessas opiniões e previsões forma a convenção de mercado que determina o preço e o grau

de liquidez de títulos. Quanto mais fracas são essas convenções, menos seguros se sentem os investidores e mais ilíquidos ficam os títulos. Entretanto, veremos exemplos concretos ao longo deste trabalho de que as convenções de mercado não distribuem recursos de maneira sustentável no longo prazo.

Se focarmos a liquidez bancária, observamos que, diferentemente dos demais agentes econômicos, os bancos criam moeda. Isto ocorre porque uma parte de suas dívidas, os depósitos à vista, é usada pela sociedade como meio de pagamento e reserva de valor. Considerando-se que o conceito de liquidez é sempre relativo, podemos admitir que mesmo que os depósitos à vista sejam utilizados como moeda, eles também não são tão líquidos quanto à moeda emitida pelo banco central, pois os depósitos à vista têm um risco associado a possíveis problemas de liquidez de seu banco emissor. Esse risco, em geral, é muito baixo, mas a sua existência cria uma escala de liquidez dos depósitos à vista de diferentes bancos. Nos momentos de grande aumento de preferência por liquidez, essa escala se torna mais clara.

Um banco pode emitir depósitos à vista em troca do recebimento de moeda produzida por um banco central ou em troca de dívidas de agentes privados (crédito). Quando há apenas a troca de depósitos à vista por moeda do banco central, não há criação de liquidez, mas ao emitir depósitos à vista em troca de dívidas menos líquidas de agentes privados, há a criação de moeda. Os bancos centrais procuram restringir a criação de moeda desta maneira ao exigir que os bancos comerciais mantenham moeda do banco central em um montante correspondente a uma fração de seus depósitos à vista (depósitos compulsórios). Desse modo, os bancos podem criar moeda como desejarem, desde que consigam captar moeda do banco central para cumprir a exigência dos depósitos compulsórios. Essa captação de moeda pode ser realizada através do lançamento de novas ações em bolsa, através do lançamento de certificados de depósitos bancários (CDB), ou no mercado interbancário. No segundo capítulo deste trabalho, verificaremos que os bancos criam maneiras de contornar, ao menos parcialmente, essa e outras exigências que lhes são impostas.

Chick (1994), descreve como, a partir de um passado remoto composto por um conjunto de bancos numerosos, pequenos e não interligados, o sistema bancário inglês evoluiu até chegar a um sistema de bancos sofisticado, com bancos maiores e menos numerosos, com mercado interbancário, e um banco central atuando através de taxas de juros. De acordo com Chick (1994), seria razoável supor que nos primeiros estágios do desenvolvimento bancário as autoridades monetárias poderiam ter mais controle sobre a criação de moeda bancária, mas, nos estágios mais recentes, os bancos concedem crédito e criam moeda mais livremente (moeda mais endógena), deixando a "administração do passivo" a *posteriori*. Nessa administração do passivo, os bancos recorrem, se necessário, ao mercado interbancário (desenvolvido no estágio III de Chick), às bolsas, ou ao banco central. Assim, Chick (1994) conclui que a criação de moeda seria predominantemente exógena nos estágios iniciais do desenvolvimento bancário, mas passando a ser endógena com a evolução do sistema. Vemos em Thornton (1802:55), o texto mais antigo que tratamos neste trabalho, que já havia uma câmara de compensação em Londres:

> "É prática de cada um destes banqueiros enviar um escriturário, em uma dada hora da tarde, a uma sala. Cada escriturário troca as ordens de pagamento sobre outros bancos recebidas em sua própria casa pelas ordens de pagamento de sua própria casa recebida nas casas de outros banqueiros".

Thornton (1802:74) afirma que havia em Londres aproximadamente 60 ou 70 bancos e que era entre eles que os grandes pagamentos eram realizados. A quantidade de moeda variava muito para cada banqueiro, mas não muito para todo o sistema.

> "Portanto, não há muito espaço para redução do total das notas do Banco da Inglaterra que está nas mãos dos banqueiros de Londres" (Thornton, 1802:74).

As notas do Banco da Inglaterra cumpriam a função de base monetária. Frisamos, assim, que os sistemas tratados neste trabalho correspondem ao menos ao estágio III de Chick (1994) no qual, segundo a autora, a moeda não é exógena.

Entretanto, a moeda também não chega a ser plenamente endógena mesmo nos dias atuais. Conforme Carvalho (1993:119 a 120):

> "No entanto, a moeda em circulação financeira pode ser alterada pelo método da "mudança de portifólio", pelo qual o banco central, através do *open-market*, substitui, no portifólio dos agentes privados (inclusive bancos), moeda por títulos, ou o contrário [...] Nessa visão, as autoridades não detêm o absoluto controle sobre a disponibilidade de moeda [...] não apenas porque a função demanda por moeda pode ser volátil, como também porque o banco central deve operar através dos bancos comerciais [...] Nesse modelo, o estudo de inovações financeiras, igualmente problemáticas para os horizontalistas – com reservas livremente disponíveis, por que alguém apelaria para inovações cercadas de incertezas? –, também constitui uma extensão natural da abordagem adotada. Taxas de juros elevadas, refletindo o sucesso ao diminuir a liquidez disponível para as instituições bancárias, são o indutor das inovações [...]".

Como veremos no capítulo 4, essa é a explicação que aceitamos para o episódio da redução de operações de zeragem realizada, a partir de outubro de 1995, pelo Banco Central do Brasil.

Embora os depósitos à vista de um banco sejam ativos líquidos (moeda), sempre há o risco de que se tornem ilíquidos. Todo banco está sujeito ao risco de diminuição de seus lucros em operações ativas e há o risco de que se forme uma convenção no mercado sobre sua dificuldade de liquidez. A convenção pode se formar a partir de inadimplências que já estão ocorrendo nos empréstimos concedidos pelo banco ou de previsões sobre a futura deterioração de sua carteira de créditos. O resultado é a perda de liquidez de todos os títulos emitidos pelo banco e o desejo imediato de todos os clientes de converterem seus depósitos à vista em moeda do banco central ou em depósito à vista de outros bancos. Quando esse movimento ocorre, ou o banco é socorrido por um prestamista de última instância, que fornece moeda do banco central em troca da carteira de crédito questionada pelo mercado, ou entra em falência.

A atuação de um prestamista de última instância está intimamente relacionada ao conceito de liquidez e de moeda. E esses conceitos podem diferir dos que utilizamos até agora. Segundo Roches e Rosalis (2003:1), a teoria sobre prestamista de última instância de Bagehot tem por hipótese a existência de uma moeda do tipo "ricardiano", ou seja, os bancos trabalhavam com uma moeda que era, em essência, de criação exógena.

> "Não há, portanto, base para acreditar, como é muito comum, que o valor da moeda é determinado por causas diferentes das que afetam o valor de outras *commodities*, ou que o Banco da Inglaterra tenha plenos poderes nesse sentido. Ele tem o poder de deter uma grande reserva de moeda, somente isso. Mesmo anteriormente, quando seus poderes monetários eram maiores e seus rivais mais fracos, ele não tinha controle absoluto. Ele era simplesmente um grande operador, fazendo ofertas e influenciando fortemente – embora não impondo – o comportamento dos outros operadores" (Bagehot, 1873:118).

Bagehot tinha em mente o arranjo institucional do Reino Unido em meados do século XIX: chama a atenção que a reforma de 1844 no Banco da Inglaterra não alterou seu conceito de moeda. Bagehot (1873:243) considerava que o crédito bancário era feito em moeda que o banco tomava emprestado através de seus depósitos à vista.

> "Portanto, o negócio de um banqueiro não parte do uso do seu próprio dinheiro: começa quando ele usa o capital de outros".

Para Bagehot, os bancos necessitavam de reservas em moeda ou acesso a empréstimos de moeda para reduzir seu risco de liquidez.

Roches & Rosalis (2003:2) ainda citam o conceito de Thornton (1802) que, inversamente a Bagehot, não concebia a moeda como uma *commodity* captada em depósitos à vista e, depois, distribuída na concessão de crédito, mas originada a partir do crédito. Nesse processo há os riscos de liquidez e de contraparte incorporados.

> "Quando a confiança aumenta até um determinado ponto em um país, ocorre a algumas pessoas que elas podem obter lucro fornecendo títulos [como depósitos à vista] que seriam

> substitutos para o dinheiro [...] apenas uma parte do dinheiro que os títulos tomaram lugar são mantidos em reserva como uma provisão para os pagamentos correntes. Sobre o restante [do dinheiro que os títulos substituíram] se ganha juros [através de crédito] e este juro constitui o lucro do emissor dos títulos" (Thornton, 1802: 37).

Para comprovar a afirmação de Des Roches & Rosalis sobre a crença de Thornton, verificamos mais à frente que:

> "Se títulos e notas bancárias fossem extintos, outros substitutos além do ouro seriam encontrados [...] Crédito ainda existiria; crédito em livros, créditos dependentes de testemunhas, ou sobre a mera promessa verbal entre as partes. Poderia não ser um título de crédito em papel, mas ele ainda poderia substituir, de maneira aproximada, o uso de moedas" (Thornton, 1802: 54 a 56).

Trazendo a discussão para a França atual, vemos que Plihon, descontadas as devidas alterações institucionais relativamente à Inglaterra do século XIX, segue tradição semelhante a de Thornton e Keynes. Conforme Plihon (2004:27),

> "O *risco de liquidez* corresponde à situação em que um agente não tem *liquidez* suficiente, ou seja, meios de pagamento para pagar uma despesa ou uma dívida: ele incorre em custos devido à urgência da venda de uma parte dos seus ativos reais ou financeiros para obter os meios de pagamento necessários. Esses custos são de duas ordens: os *custos de negociação* (por exemplo, comissões cobradas pelos bancos) relacionados com a venda dos ativos, e os *custos de liquidação,* relativos a perdas potenciais devidos à alienação de ativos nas condições do mercado".

Para Plihon (2004:18), a liquidez que os bancos criam é conseqüência da concessão de crédito[2]: após a assinatura de um contrato de crédito, um banco cria um depósito à vista com o valor acertado no contrato[3]. Dessa maneira, os bancos criam sua própria moeda, isto é, seus depósitos à vista, que, após compensação de cheques, por exemplo, podem ser

[2] Uma afirmação semelhante a que fazem Kashyap, Rajan, & Stein (2002:33): "Nós argumentamos que desde que os bancos freqüentemente emprestam através de compromissos, seus empréstimos e captação de depósitos podem ser duas manifestações de uma única função primitiva: a provisão de demanda por liquidez".
[3] Esta análise não se altera se o crédito for realizado numa conta de depósito à vista já existente: a liquidez é igualmente criada.

convertidos em moeda de outros bancos, ou seja, depósitos à vista em outras instituições. Os bancos não precisam de depósitos prévios de papel-moeda anteriores às suas concessões de empréstimos, mas precisam manter a posterior conversibilidade de seus depósitos à vista em papel-moeda. Weber (1978:160), ao escrever, em 1914, sobre a criação de liquidez que ocorria em descontos de letras de câmbio em bancos, sinalizava que a criação de moeda poderia ocorrer até mesmo através de avais bancários ou outras operações que chamamos hoje de *off-balance*:

> "Formalmente, é indiferente se o banco (1) provê esse dinheiro a partir de seus próprios fundos ou [apenas] promete torná-lo disponível à vista, como na provisão para cheques acima dos fundos de uma conta corrente, e se o empréstimo é ou não acompanhado por uma garantia ou qualquer outra forma de proteção provida pelo tomador de crédito; ou, (2) se o banco, por algum outro tipo de garantia ou de alguma outra maneira, influencia outros a conceder os fundos".

Quando as transações comerciais são realizadas entre clientes de um mesmo banco (transações internas), há apenas débito e crédito em depósitos à vista internos ao banco e, portanto, a liquidez dessa instituição permanece inalterada. A probabilidade de ocorrência de transações internas é, obviamente, maior em bancos grandes, que têm muitos clientes. Logo, a moeda na forma de depósito à vista criada por grandes bancos tem, em geral, predomínio, nas transações comerciais, sobre as moedas em forma de depósitos à vista criadas por pequenos bancos. Tabak & Cajueiro (2007:15) chegaram a uma conclusão semelhante após estudarem a rede formada pelo mercado interbancário brasileiro no período entre janeiro de 2004 a dezembro de 2005:

> "O mercado interbancário brasileiro é caracterizado por centros monetários que mantêm exposições em muitos bancos e são as fontes mais importantes de grandes empréstimos [...] Os bancos grandes desempenham o papel de centros monetários".

Ou seja, de maneira geral, os bancos grandes fornecem liquidez aos menores. Os bancos centrais criam moeda sob duas formas: o papel-moeda e uma moeda escritural que circula

apenas no sistema interbancário, que são as contas de reservas bancárias que os bancos comerciais mantêm no banco central.

> "Para operacionalização de algumas de suas atribuições, o Banco Central do Brasil oferece contas denominadas 'reservas bancárias', cuja titularidade é obrigatória para as instituições que recebem depósitos à vista, exceto cooperativas de crédito, e opcional para os bancos de investimento, bancos de câmbio e bancos múltiplos sem carteira comercial. Por intermédio dessas contas, as instituições financeiras cumprem os recolhimentos compulsórios/encaixes obrigatórios sobre recursos à vista, sendo que elas funcionam também como contas de liquidação" (BCB, 2008:4).

Assim, do mesmo modo que há uma hierarquia de moedas onde as mais fortes pertencem a países com maior produto nacional e mais poder no comércio e nas finanças internacionais, os depósitos à vista de bancos também se comportam como se seguissem uma hierarquia de liquidez. E as moedas emitidas pelo banco central da nação estão no topo dessa hierarquia: são os ativos mais líquidos criados no país.

Na teoria microeconômica atual, supõe-se que os agentes econômicos apenas emprestem e tomem emprestados títulos de dívida. Os bancos diferenciam-se dos demais agentes ao fornecer descontos antecipados sobre contratos de crédito, isto é, compram contratos de crédito antes do vencimento e dão, como pagamento, depósitos à vista. Assim, passam a correr risco de liquidez. Os depósitos à vista funcionam como contratos de seguro que dão liquidez aos títulos dos agentes: se o prazo de vencimento é longo, o banco tem mais rentabilidade, pois pode exigir um prêmio de risco maior, mas em contrapartida, estará sujeito a maior risco de liquidez.

> "Bancos são capazes de transformar ativos ilíquidos mediante a oferta de passivos com menores retornos ao longo do tempo que os ativos ilíquidos oferecem [...] Bancos têm fornecido depósitos à vista ao longo de sua história e economistas, há muito tempo, intuíram que os bancos utilizam os depósitos à vista como um meio para cumprir seu papel de transformar ativos ilíquidos em ativos líquidos. Neste papel, os bancos

> podem ser vistos como fornecedores de um seguro que permite aos agentes que consumam quando queiram. Nosso modelo simples mostra que a informação assimétrica está na raiz da demanda por liquidez: um ponto não explicitado anteriormente na literatura" (Diamond & Dybvig, 1983:15 e 16).

Diamond, em parceria com diversos autores, estudou alguns tipos de demandas de liquidez que os bancos atendem:

(a) Incerteza sobre o momento que o depositante deseja consumir em Diamond & Dybvig (1983);

(b) Má alocação da liquidez disponível devida a participação limitada em mercados secundários em Diamond (1996)

   a. Os bancos podem suprir a diferença entre a liquidez desejada pelos agentes e a escassez de liquidez que os mercados dispõem, absorvendo parte da demanda por liquidez exigida nos mercados secundários e promovendo um aumento dos preços de ativos ilíquidos;

   b. Se os investidores forem avessos ao risco e não participarem dos mercados, os bancos criam liquidez e subsidiam os agentes que resgatam primeiro, pois estes usam os recursos dos que mantém seus depósitos à vista por mais tempo;

(c) Crédito restrito em razão de informações limitadas para obter retorno com ativos ilíquidos em Diamond & Rajan (2001)

   a. Um devedor pode se recusar a pagar um crédito porque sabe (tem informação privilegiada) como obter retorno com os ativos ilíquidos que dispõe e o credor não sabe;

   b. Um credor primário ("*relationship lender*") pode adquirir conhecimento para liquidar a bom termo o ativo dado em garantia contra seu empréstimo, mas seu contrato de crédito não teria liquidez, pois não poderia transmitir esse conhecimento adquirido junto com a venda do contrato de crédito (informação estratégica);

   c. Depósitos à vista podem fornecer a liquidez necessária ao credor original, se ele for um banco que demonstre ser capaz de obter os pagamentos devidos

> nos empréstimos que concede, e viabilizar o crédito nesse ambiente de informações limitadas.

Nos estudos iniciais de Diamond, o mercado de crédito interbancário não recebeu muita atenção: o sistema financeiro era tratado como se fosse um único grande banco. Calomiris & Kahn (1991) criticaram Diamond & Dybvig (1983), pois estes trataram o caso da demanda em massa por liquidez – a corrida bancária – como uma necessidade exógena – um risco aleatório de saques causado por crenças auto-realizáveis (Calomiris & Kahn denominaram de Teoria dos Saques Aleatórios) – e não como decorrência de informação sobre o valor dos ativos de um banco:

> "Em casos de pequenos depositantes com demanda exógena massiva pelos ativos de um banco individual, alguns bancos evitaram a falência através do pedido de empréstimo de reservas a outros bancos; entretanto, quando depositantes bem informados (inclusive outros banqueiros) concluem que um banco está em dificuldades, eles precipitam uma corrida, reduzindo as reservas do banco e forçando-o a ser colocado sob intervenção" (Calomiris & Kahn, 1991:499).

Para Calomiris & Kahn (1991:497), os saques nos depósitos à vista são como votos de desconfiança na administração do banqueiro, ou seja, os depositantes bem informados exercem um papel preponderante no monitoramento dos bancos. Por outro lado, Calomiris & Kahn (1991:510) citam que nos mercados mais regulados de hoje, com instituições como o Federal Reserve System e os seguros de depósito, esses benefícios da supervisão realizada pelos depositantes se tornam apenas secundários. A ênfase desses autores, portanto, está não só nos problemas de informação, como também nas características institucionais da economia. Calomiris & Gorton (1990) dirigem suas críticas não apenas à ausência de estrutura institucional do modelo de Diamond & Dybvig (1983), mas também à desconsideração do mercado de passivos bancários: "os passivos bancários não circulam como um meio de troca neste modelo". A definição de liquidez de Diamond & Dybvig era limitada, pois significava apenas flexibilidade intertemporal de consumo dos agentes. A definição de Calomiris & Gorton foi mais abrangente, pois incluiu os passivos dos bancos:

> "A teoria da informação assimétrica oferece também uma definição de 'liquidez' de passivos bancários. Esta noção de liquidez se refere à facilidade de avaliar títulos e, portanto, vendê-los (Esta definição de liquidez é baseada em Akerlof 1970)" (Calomiris & Gorton,1990:128).

Calomiris & Gorton (1990) estão mais próximos do conceito de liquidez bancária de Plihon ao considerar o mercado interbancário, arranjos institucionais e também no que se refere aos riscos dos ativos líquidos:

> "Bancos criam títulos que, por não ter risco, são facilmente avaliáveis. A ausência de risco faz estes títulos desejáveis como um meio de troca" (Calomiris & Gorton, 1990:129).

A discordância que podemos observar nos conceitos de liquidez de Plihon e a de Calomiris & Gorton está na origem dos riscos. Para Calomiris & Gorton, a fonte dos riscos de liquidez está principalmente na assimetria de informações sobre riscos: agentes bem informados coexistem com agentes sem capacidade de avaliar riscos por não possuírem informações. Em Plihon, o risco de liquidez é ligado à incerteza em relação ao futuro:

> "a criação e a circulação monetária estão diretamente ligadas ao funcionamento da economia: elas são endógenas à economia. Há, em particular, uma ligação direta entre a oferta de moeda dos bancos e as necessidades de financiamento do setor produtivo (as empresas). A criação monetária é determinada pelo nível de atividade econômica. Nos seus empréstimos, os bancos permitem que as empresas antecipem suas receitas. Eles, portanto, partilham os riscos incorridos pelas empresas e que são ligados à incerteza sobre o futuro. Os bancos e a criação monetária têm, assim, um papel ativo no desenvolvimento da atividade econômica: a moeda não é neutra" (Plihon, 2004: 43).

Essa diferença de conceitos é axiomática e caracteriza modos de diferentes de pensar a Economia. Há os que acreditam que é possível, para alguns agentes econômicos, calcular os retornos das empresas *ex ante* com algum grau de confiança estatística, e que outros agentes, que não possuem todas as informações necessárias, incorrem em erros temporários até obtê-las. Essa é a suposição básica da Teoria da Informação Assimétrica citada por

Calomiris & Gorton. O postulado da escola seguida por Plihon, proposto por John Maynard Keynes nos anos 20 e 30 do século XX, é da impossibilidade de atribuir uma distribuição de probabilidade para calcular os retornos futuros de uma empresa. Isso resulta da inexistência, *ex ante*, para todos os agentes econômicos, das informações necessárias para tal. O retorno futuro de uma companhia depende de decisões de investimentos que empresários de outras corporações tomarão (e que podem gerar renda que possivelmente levaria a maior consumo da população e mais receitas de maneira geral). Essas informações não existem *a priori.* A pesquisa estatística de realização possível se restringe apenas à expectativa que os empresários têm de futuros retornos. Portanto, é uma estatística das pretensões de investir. A esses dados pode-se atribuir uma distribuição de probabilidade chamada de subjetiva, pois é baseada apenas em opiniões. Essas opiniões tendem a mudar menos quando as instituições[4] e convenções[5] seguidas em uma sociedade são mais fortes e perenes.

> "Nosso desejo de reter moeda para armazenar riqueza é um barômetro do grau de nossa desconfiança nos nossos próprios cálculos e convenções em relação ao futuro" (Keynes, 1973: 116).

Desse modo, o problema fundamental não seria a assimetria de informação sobre riscos, mas o que se poderia chamar de simetria de desinformação: nenhum agente econômico tem condições de saber *ex ante* os riscos dos demais e nem os próprios, e, por isso, tomam suas decisões baseadas no comportamento empresarial que predomina na época – o comportamento convencional. Essa é a incerteza em relação ao futuro à qual Plihon se refere. Quando a expectativa reinante é otimista, as empresas se encorajam a investir, demandam crédito para tal e os bancos, ao concederam crédito, criam moeda. Quando a

[4] Estamos utilizando aqui o conceito de instituição conforme definido por Dequech (2006a:2) que engloba instituições formais e informais: "[...] pode-se definir, de modo amplo, instituições como padrões socialmente compartilhados de comportamento e/ou pensamento".

[5] Seguimos o conceito de convenção definido por Dequech (2006b:2): "[...] convenção é entendida aqui como um padrão informal e socialmente compartilhado de comportamento e/ou pensamento [...] A convenção tem ao menos duas características adicionais que outras instituições (informais ou não) podem não ter: (a) quando seguida conscientemente, uma convenção é seguida ao menos em parte porque outras pessoas a seguem (ou espera-se que sigam), e não, ou não apenas, porque há uma pressão externa para cumpri-la; (b) é em algum grau arbitrária."

expectativa é pessimista, as empresas não investem, a renda diminui de maneira generalizada, a inadimplência aumenta, o crédito e a moeda emitida por bancos diminuem.

Para mostrar a influência dessas teorias na adoção de políticas, consideremos, como exemplo, o caso de um país que adota um valor mínimo de liquidez que os bancos sob sua jurisdição devem manter em moeda emitida pelo governo (papel-moeda, depósitos mantidos no banco central e títulos do tesouro). Na Teoria da Incerteza, que defendemos, a determinação desse valor mínimo resulta da opinião da sociedade num dado momento. Os valores de épocas anteriores que os bancos mantinham minimamente em moeda central só têm importância se ajudarem a formar uma convenção de mercado e, conforme Keynes, convenções fortes são estabilizantes, isto é, aumentam o grau de confiança. Estabelecer um valor de liquidez mínima em norma pode ser útil porque também contribui para cristalizar uma convenção (uma opinião) desde que seja um valor fixo, que não seja endógeno – que não flutue - com a economia[6]. Os partidários da Teoria da Informação Assimétrica acreditam que alguns agentes sejam bem informados, isto é, conhecem os riscos. O problema está na grande parte de agentes desinformados e que cometem enganos no curto prazo e fazem o valor médio de mercado dos ativos flutuar ora acima do que deveria, ora abaixo. Não se trata apenas de opinião dos agentes. A Teoria das Informações Assimétricas acredita que as opiniões, no curto prazo, estarão, em média, erradas. Uma média de longo prazo seria mais próxima da realidade, pois haveria uma compensação entre os valores demasiadamente altos de alguns períodos com os demasiadamente baixos de outros períodos de curto prazo. Assim, uma política de liquidez mínima deveria ser determinada levando-se em conta dados de longo prazo e o valor estabilizante não precisa ser necessariamente fixo: pode ser uma função matemática variável em função do tempo que

[6] Keynes (1930:47) discute, nos anos 1920, as diferenças de arranjo institucional entre os EUA e o Reino Unido. No Reino Unido não havia exigência legal, apenas convencional, da relação mínima de moeda/ depósitos de um banco. Abaixo desse mínimo, o prestígio do banco sofria abalos dificultando suas operações. Mas a divulgação dessa relação só era feita mensalmente e em dias diferentes para cada banco. A relação reservas/ depósitos do sistema financeiro era fictícia, pois os bancos passavam as reservas para aquele que deveria fechar seu balanço e isso causava a impressão que todos os bancos estavam com índices altos de reservas (chamado '*window dressing*'). Nos EUA, havia exigências legais e Keynes concluiu que esse sistema era melhor que o britânico. Um dos motivos é que a reserva mínima exigida poderia, às vezes, ser maior que a necessária para a segurança do banco individual, mas necessária para a segurança sistêmica, isto é, do Banco da Inglaterra. Os bancos seriam, assim, obrigados a arcar com parte do custo de manutenção da moeda nacional.

acompanhe as variações do risco de liquidez; ou pode ser um valor fixo que seja sempre maior que o risco de liquidez com todas as suas flutuações.

A liquidez bancária, na definição empregada em BCBS (2008:1), destaca que a falta de liquidez pode resultar tanto de motivos internos como externos a um banco:

> "Liquidez é a habilidade de um banco obter recursos para aumentar seus ativos e pagar suas obrigações nos seus vencimentos, sem incorrer em perdas inaceitáveis. O papel fundamental dos bancos na transformação de maturidade de depósitos de curto prazo em empréstimos de longo prazo torna-os inerentemente vulneráveis ao risco de liquidez: tanto o relativo à natureza específica de uma instituição, quanto o que afeta os mercados como um todo. Praticamente todos os compromissos e transações financeiras têm implicações para a liquidez de um banco".

A maneira de controlar a liquidez prevista pelo Comitê de Basiléia, em BCBS (2008), prevê:

- a manutenção de ativos líquidos de alta qualidade (não só moeda emitida por bancos centrais);
- que o nível de liquidez a ser mantido, definido pelo próprio banco anualmente e verificado por supervisores, seja proporcional à estratégia e papel da instituição no sistema financeiro;
- que o risco de liquidez seja medido a partir de fluxo de caixa projetado, numa faixa de tempo que o próprio banco especifica, dos ativos, passivos e itens fora de balanço;
- que as fontes de liquidez devem ser diversificadas;
- que o risco seja avaliado em situações normais e de estresse (testes de estresse em situações individuais e gerais de mercado);
- que haja transparência pública sobre o risco de liquidez;
- que os bancos reavaliem seus riscos de liquidez e os supervisores os verifiquem;
- que haja trocas internacionais de informações sobre a liquidez de bancos entre supervisores.

Nota-se que este conceito de liquidez de BCBS (2008) se assemelha com o conceito de Diamond: o risco de liquidez é tratado de um ponto de vista microeconômico, de gestão de banco. BCBS (2008), da mesma forma que Diamond & Rajan (2001), considera que se o banco demonstra que tem boa gestão de fluxo de caixa, conseguirá depósitos à vista, isto é, liquidez. A distribuição de informações é enfatizada em todos os níveis: entre supervisores, entre bancos e supervisores, entre bancos e mercado. Entretanto, a possibilidade de hierarquia entre passivos de bancos com diferentes dimensões, hierarquia de moedas e as características do sistema interbancário recebem pouca atenção: todas estas características podem, no máximo, estar resumidas no item "fontes de liquidez devem ser diversificadas" sem nenhuma consideração mais detalhada. Por "estratégia e papel do banco no sistema financeiro" trata-se apenas de análises individuais feitas pelas próprias instituições bancárias: não se pede uma análise mais geral aos reguladores e supervisores para identificar problemas institucionais, setoriais ou sistêmicos e que observe as relações interbancárias.

Apesar do conceito econômico que serve de base ao Comitê de Basiléia tecer poucas considerações sobre o arranjo institucional, as transformações institucionais e convencionais se impõem e forçam os reguladores a se adaptarem. Nos Estados Unidos da América, por exemplo, uma das alterações institucionais recentes, uma inovação que ocorreu principalmente a partir dos anos 1990, é a prática da concessão de crédito por bancos comerciais combinada com a venda posterior da carteira de crédito a uma empresa, cujo passivo é vendido ao mercado na forma de títulos: a chamada securitização de créditos. Isso leva os reguladores americanos, entre eles o FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation* – a sugerir que os bancos avaliem sua liquidez através do uso de análise de fluxo de caixa ao invés de índices de liquidez tradicionais, pois estes deixaram de refletir a liquidez após o aumento de operações 'fora de balanço'[7] e de securitizações.

[7] Operações fora de balanço são aquelas que não fazem parte nem do ativo (direitos) e nem do passivo (deveres) do balanço de um banco, mas que podem se constituir em ativos ou passivos no futuro. Por exemplo, avais, fianças, garantias dadas ou recebidas. Se alguém não pagar uma dívida que tem a garantia de um banco, o credor da dívida pode cobrá-la do banco e está divida se tornará um passivo.

> "De maneira diferente da análise fundamentada em proporções [fixas – como o índice de liquidez], a análise de fluxo de caixa é uma ferramenta dinâmica que permite aos bancos analisar sua estrutura de captação de fundos, necessidades de liquidez e fontes alternativas de fundos, ao mesmo tempo em que considera uma variedade de fatores de riscos financeiros e econômicos, incluindo: condições futuras e atuais de mercado financeiro e econômico, tendências atuais da qualidade dos ativos, mudanças de classificação de crédito, projeções de renda, desenvolvimento de novos produtos e crescimento de ativos, custos de *funding* e expectativas de taxas de juros atuais e futuras, a percepção de mercado da instituição e os efeitos potenciais sobre seu perfil de risco de liquidez, e eventos contingentes (incluindo a incapacidade de obter fundos para ampliar os investimentos, a incapacidade de renovar/recolocar as dívidas que estão vencendo, o exercício de opções pelos clientes e a utilização de avais e fianças concedidas)" (FDIC, 2006).

As inovações financeiras – a securitização de créditos bancários é um exemplo - são desvios dos comportamentos convencionais seguidos pelos mercados e, assim, do mesmo modo que representam oportunidades de lucro, também reduzem a estabilidade econômica, pois enfraquecem as convenções e instituições vigentes. A ação dos reguladores influi na criação e manutenção de comportamentos convencionais nos mercados: a análise citada do FDIC, independentemente da lógica considerada ser falsa ou verdadeira, tem a capacidade de impelir os bancos a um comportamento mimético que os leva a considerar como líquido, e fornecer liquidez através da concessão de empréstimos interbancários, a um banco com bons resultados na análise de fluxo de caixa e ignorar, ou dar pouco peso, aos seus índices de liquidez contábeis. É um exemplo do que Dequech (2006b:34) destaca em diversos pontos do trabalho de Orléan como sendo convenção de interpretação:

> "Orléan (1999:124) também se refere à convenção financeira como 'a convenção de interpretação', uma noção que ele aplica apenas ao contexto de mercados financeiros. Este é um caso particular e importante do que eu chamo convenção como um modelo geral compartilhado. Realmente, Orléan (1999) identifica a convenção de interpretação com 'um modelo específico de interpretação e análise da economia' (124), um modelo de interpretação (177) ou um modelo de avaliação (144). Como esclarecido em um trabalho mais

> recente, uma convenção de interpretação (na Bolsa de Valores) define 'a forma esperada de desenvolvimento econômico não apenas em termos macroeconômicos [...]".

Dessa maneira, pode-se concluir que um contrato é líquido porque o sistema financeiro o avalia como um contrato líquido. Caso alguém queira vender um contrato líquido, outros estarão dispostos a comprá-lo, pois sabem que podem vendê-lo com facilidade. Algo que contribui para formar uma convenção que torna um ativo mais líquido é uma valorização ou rentabilidade constante, pois isso é uma indicação de que se pode vendê-lo sem perda de valor. E essa valorização provém de uma demanda constantemente maior que a oferta. A moeda pode não apresentar valorização, mas, além de reserva de valor, que protege investidores de incertezas, é líquida também porque é usada como meio de pagamento. De modo análogo, um banco, e os contratos que compõem o seu passivo (depósitos à vista, depósitos a prazo, empréstimos interbancários e outros), podem ter sido avaliados como líquidos ora porque seu fluxo de caixa foi visto como positivo, ora porque seu balanço teve índices de liquidez bons, e, numa terceira ocasião, porque possuía um colchão, suposto suficiente, de ativos considerados como líquidos. Mas os bancos também são líquidos porque seus depósitos à vista são usados como meio de pagamento[8]. Períodos de instabilidade financeira se caracterizam por transição na maneira do mercado avaliar a liquidez.

1.1.1 - Conceitos aplicados à realidade recente

Pode-se ilustrar o exposto acima tendo por base a crise dos créditos '*subprime*' de 2007. Conforme Cintra & Prates (2008:2):

> "Neste estágio [o sexto estágio de desenvolvimento bancário conforme a tipologia de Vitoria Chick], a expansão da securitização e outras inovações financeiras (especialmente derivativos de crédito) tornou possível a transformação de ativos ilíquidos (originalmente gerados por empréstimos

[8] Neste ponto, há uma grande diferença entre bancos de investimentos e bancos comerciais, pois aqueles não emitem meio de pagamento, isto é, depósitos à vista. Bancos de investimentos, portanto, apenas servem de intermediários, captando moeda via emissão de títulos (CDBs, por exemplo) e concedendo créditos ou comprando títulos. Entretanto, bancos de investimento aumentam a liquidez dos ativos nos quais investem.

> bancários) em ativos líquidos (títulos negociáveis distribuídos para as demais instituições financeiras) por meio da venda dos empréstimos originais ou do fluxo de caixa associado com uma Empresa de Propósito Específico [...]".

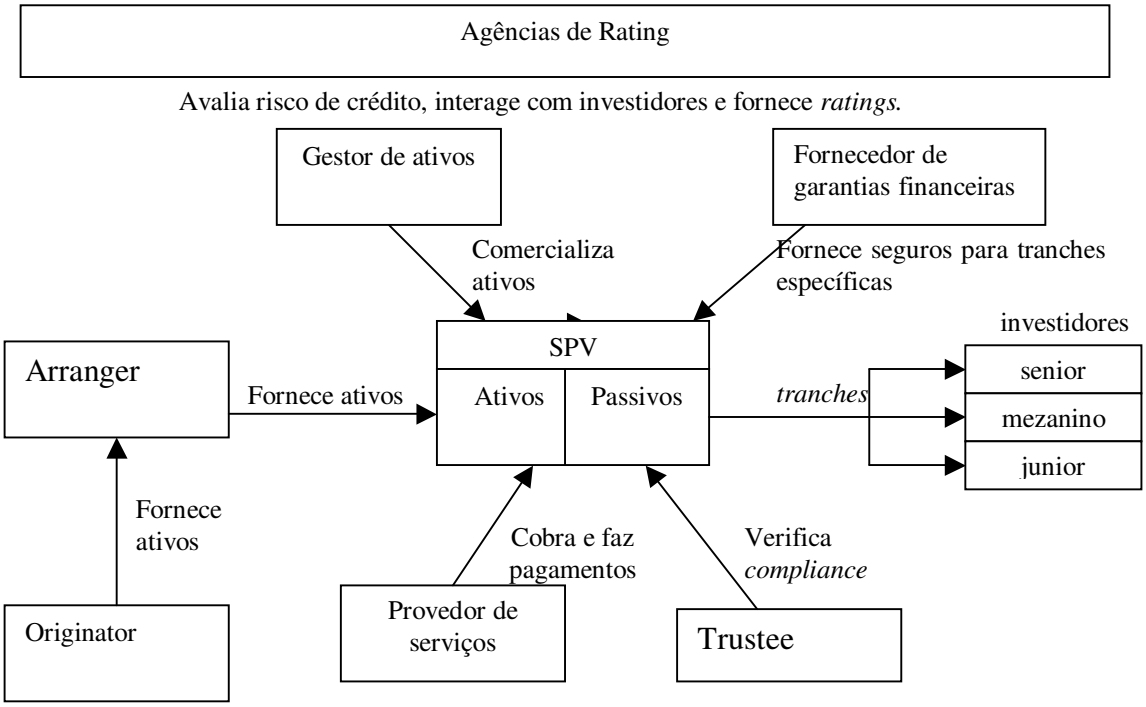
A transformação de ativos ilíquidos em ativos líquidos em operações de securitização de crédito ocorre através de operações estruturadas onde agências de classificação de risco de crédito (agências de *rating*) têm papel fundamental, pois não só avaliam o risco como divulgam sua avaliação ao mercado e, assim, contribuem para a formação de preço e liquidez dos títulos criados na securitização de créditos.

Fender & Mitchell (2005:69) descrevem como se procura 'criar valor' nas operações estruturadas:

> "Instrumentos de finanças estruturadas podem ser definidos por três características distintas: (1) agrupamento de ativos (lastreados em moeda ou sinteticamente criados); (2) descolamento entre o risco de crédito do agrupamento de ativos e o risco de crédito do [banco] originador, geralmente através da transferência dos ativos para uma empresa especial ['special purpose vehicle'- SPV]; e (3) divisão do passivo [dividir SPV em *tranches*] que é lastreado pelo agrupamento de ativos [...] Cada uma dessas três características das finanças estruturadas contribui para 'criação de valor' e para atrair vários participantes aos mercados dessas operações [criação de liquidez]".

O valor e a liquidez dos títulos que serão emitidos pelo fundo são estruturados por empresas de '*rating*', que divulgam para o mercado a 'qualidade' que atribuem aos contratos de crédito que o fundo possui. Sabe-se que os bancos obtêm algum conhecimento sobre os clientes antes de emprestar recursos, mas, para 'vender' um contrato de crédito, essas informações têm que ser transmitidas e aceitas como confiáveis pelos compradores. As agências de '*rating*', portanto, ajudam a formar convenções no mercado financeiro, sobre o valor dos títulos emitidos pelo fundo, ao divulgar sua opinião sobre os contratos de crédito que dão lastro aos títulos. O próprio sistema bancário, que gera os contratos de crédito vendidos aos fundos, compra parte dos títulos e ajuda a dar liquidez a esse mercado.

Figura 1 - Visão estilizada da estrutura de operações de securitização.



Traduzido e adaptado de Committee on the Global Financial System (2005:6)

Mas, além do sistema bancário, empresas, e pessoas físicas também compram, através de investidores institucionais (fundos de investimento), os títulos gerados nas operações de securitização. O pagamento dos títulos comprados pelas empresas e pessoas físicas é realizado com seus depósitos à vista que, após serem compensados, terminam por reduzir o passivo do sistema bancário, isto é, ocorre uma redução da moeda emitida pelos bancos na forma de depósitos à vista[9]. Cada ciclo de operação deixa como resíduo, no sistema bancário, as garantias concedidas sobre a qualidade dos créditos vendidos – que são operações fora de balanço: não são obrigações, apenas podem vir a se tornar no futuro se houver inadimplência acima de um valor esperado. Os títulos de securitização vão sendo aceitos como reserva de valor pelas empresas e pessoas físicas.

A securitização de créditos cresceu muito nos Estados Unidos da América ao longo dos anos 90. A securitização de créditos imobiliários, em especial, cresceu muitos entre os anos 2000 e 2006. Só que a partir de meados de 2006, teve início uma redução no crescimento –

[9] Isso não quer dizer que o total de depósitos à vista do sistema bancário vá declinar o longo do tempo por causa das securitizações, pois os bancos podem a cada ciclo de produção conceder mais crédito e, portanto, gerar mais depósitos à vista do que os compensados pelas operações de securitização anteriores.

reversão das expectativas - do mercado imobiliário e um aumento de inadimplências nos contratos de crédito desse tipo de negócio.

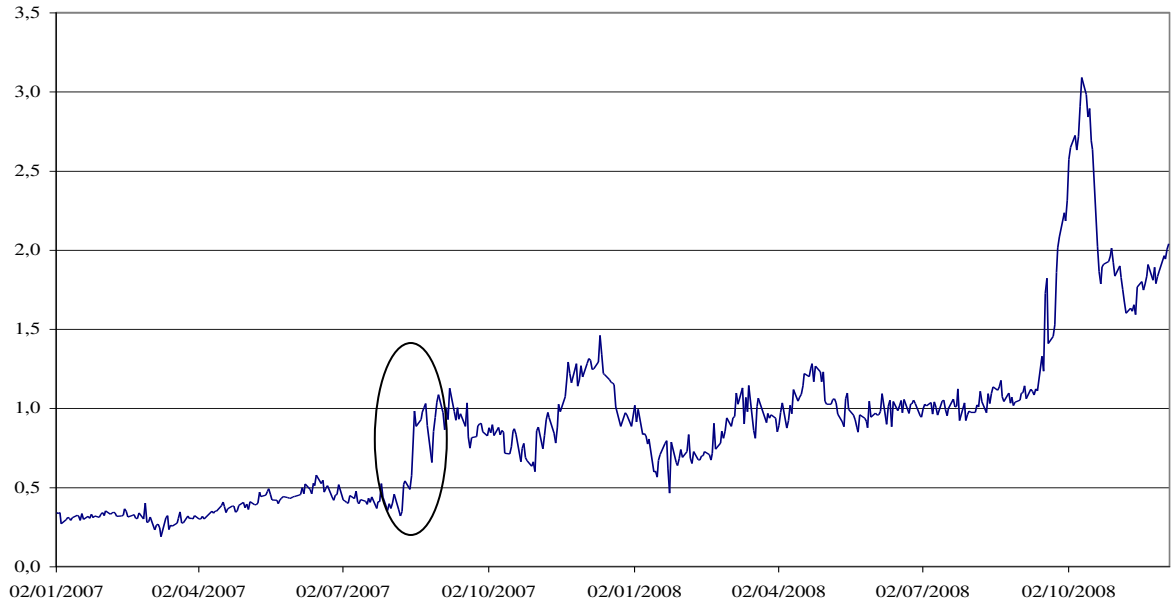
> "Entretanto, a partir de meados de 2006, o mercado imobiliário americano começou a dar sinais de redução nos preços e nas quantidades. A apreciação das propriedades imobiliárias perdeu impulso no terceiro trimestre de 2006, quando os preços subiram aproximadamente 10,31% em relação ao mesmo período do ano anterior. Desde então, a tendência da desaceleração tem se mantido: no segundo trimestre de 2007, os preços aumentaram apenas 3,2% em relação ao mesmo período de 2006. De acordo com o Bureau of Economic Analysis (http://www.bea.gov), entre setembro de 2006 e setembro de 2007, o número de construções caiu 30,8% e as vendas de novas residências caíram 23,3%" (Cintra & Prates, 2008:14).

Esse movimento levou a uma deflação dos títulos securitizados, ao descrédito das agências de classificação de risco, descrédito de suas avaliações, e surgiu uma crise de liquidez, não só de títulos securitizados, mas, também, bancária a partir de meados de 2007.

> "Em um dos documentos, de setembro de 2007, contendo discurso de Ray MacDaniel, executivo chefe da Moody's, lê-se: 'O que aconteceu em 2004 e 2005 em relação às 'tranches' subordinadas é que nossos concorrentes, Fitch e S&P, ficaram loucos. Tudo era grau investimento. Realmente não importava... Nós tentamos alertar o mercado. Nós dissemos que não íamos classificá-las. Elas não eram grau investimento. Ninguém ligou, porque a máquina continuou em movimento [...] Em defesa da Moody's, McDaniel disse: 'ao longo das últimas semanas, nós temos visto eventos que muitos, inclusive eu, achávamos inimagináveis apenas dois meses atrás' [...] McDaniel reconheceu que 'houve perda de confiança em nossa indústria'. A agência tomou medidas para aumentar 'a qualidade de nossa análise e melhorar a confiabilidade de nossas classificações de crédito à luz da mudança da dinâmica do mercado' [...]" (Global Risk Regulator, 2008a:11).

A dúvida sobre o valor dos títulos de securitização se reflete na insegurança sobre o valor da carteira de ativos dos bancos que possuem esses títulos ou que deram garantias a essas operações.

Gráfico 1 – Diferença entre a LIBOR[10] (para empréstimos em dólar dos EUA) e taxa de juros paga pelo título do governo americano com maturidade de 1 ano, 2007-2008, (em %).



Fonte: elaboração própria baseada em dados da British Bankers' Associaton (Libor de 12 meses em dólar) e Federal Reserve System (título do governo americano no mercado secundário com maturidade de 1 ano).

Conseqüentemente, passa a haver dúvidas sobre o valor dos passivos que esses bancos emitem (dúvida relativa à solvência ou liquidez na época do vencimento dos compromissos). E isso conduz a alta da taxa de juros do mercado interbancário (Gráfico 1).

O comportamento convencional que servia de referência deixou de existir: não foi possível nem ao mercado e nem aos bancos centrais fazerem previsões sobre um novo valor confiável para os títulos resultantes de securitização de créditos. Os valores de possíveis perdas e recursos necessários para saneamento do sistema financeiro passaram a ser revistos constantemente: em parte pela dificuldade de levantar tais dados em curto espaço de tempo, mas, também, porque não existe transparência plena no sistema financeiro, e nem um método confiável de avaliação dos ativos. Entretanto, a aceitação, em larga escala, de ativos pelo governo ou pelo banco central ajuda a conter a sua deflação.

[10] LIBOR – *London Interbank Offer Rate* é a taxa de juros que os bancos exigem ao emprestar a outro banco sem a apresentação de colaterais.

Tabela 1 – Alguns colaterais aceitos em empréstimos de liquidez nos EUA antes da crise[11,12].

Federal Reserve System **Tabela de Margens de Desconto e PSR*** **Efetivo: 22 de Setembro de 2006**				
Categoria de Colateral	**Valor cedível para títulos ou instrumentos com preços de mercado** (% do valor de mercado)			**Valor cedível para títulos ou instrumentos se não há preço de mercado disponível** (% do valor de face ou contábil)
	Duration do pacote			
	0 a 5	**>5 a 10**	**>10**	
Títulos lastreados em ativos - AAA	98%	96%	93%	85%
Títulos Lastreados em Ativos - não AAA (exclui empréstimos com garantias e obrigações de dívidas)	97%	95%	92%	80%
Títulos lastreados em hipotecas comerciais - AAA	97%	95%	92%	80%
Títulos lastreados em hipotecas (inclui papéis de empresas privadas e agências governamentais)	98%	96%	93%	90%
Obrigações garantidas por hipotecas - AAA (inclui papéis privados e de agências governamentais)	97%	95%	92%	80%
Ação de empresa patrocinada pelo Governo (FNMA, FHLM)*	87%			
Aceites bancários, Certificados de depósitos, e '*Commercial Papers*'	97%			95%

Traduzido e adaptado de http://www.frbdiscountwindow.org/discountmargins.pdf

O Federal Reserve System (Fed)[13], anteriormente à crise, só concedia empréstimos de liquidez a bancos emissores de depósitos à vista e, para alguns tipos de securitização[14], só aceitava como garantia títulos com classificação AAA (Tabela 1).

Em março de 2008, o Fed criou, temporariamente, a '*Term Securities Lending Facility*', linha de empréstimos a *dealers* primários[15], que abrange bancos que não emitem depósitos à vista, para solucionar problemas relativos à falência do banco de investimento Bear

[11] Essa tabela é empregada tanto na 'janela de redesconto' tradicional quanto na TAF – *Term Auction Facility* – criada em dezembro de 2007, por tempo limitado, para facilitar o acesso dos bancos emissores de depósitos à vista à liquidez.
[12] Na tabela: FNMA significa *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mãe), FHLM é *Federal Home Loan Mortgage Comp* (Freddie Mac). PSR é *Payments System Risk*, e a unidade da *duration* é em anos.
[13] Federal Reserve System (FED) é o banco central dos Estados Unidos da América.
[14] Obrigação garantida por hipotecas (*colaterallized mortgage obligations* – CMO) só são aceitas se tiverem *rating* AAA. CMO é um tipo específico de título lastreado em hipoteca (*mortgage backed securities* – MBS) onde o pagamento do principal vai em primeiro lugar para os títulos AAA e depois aos mais juniores. Nas MBSs, de maneira geral, os títulos AAA têm prioridade de recebimento caso ocorram inadimplências na carteira de hipotecas, não há prioridade de recebimento com base na amortização do principal das dívidas.
[15] Bancos e corretoras autorizados a interagir diretamente com o FED no leilão de títulos públicos do mercado aberto.

Stearns. Nessas operações, os participantes do mercado aberto nos EUA, que em essência trocam ou emprestam moeda e títulos públicos, puderam tomar títulos públicos emprestados dando, em garantia, títulos de securitização classificados como AAA. Mas, em setembro de 2008, época da falência do banco de investimento Lehman Brothers, o Fed passou a aceitar, como garantia, qualquer título com grau investimento:

> "Os colaterais para a '*Term Securities Lending Facility'* (TSLF) também foram expandidos: colaterais elegíveis para leilões no Esquema 2 agora incluirão todos os títulos grau investimento. Anteriormente, apenas títulos do Tesouro, títulos de agências [do governo], e títulos classificados como AAA lastreados em hipotecas ou ativos poderiam ser oferecidos como garantia" (Fed, 2008a).

Desse modo, o banco central americano contribui para o restabelecimento do valor e da liquidez dos títulos de securitização com grau investimento e, assim, a estabilidade do sistema financeiro. A ação do Fed tende a formar uma convenção sobre o valor, e a liquidez, dos títulos aceitos como garantia.

Mas a estabilidade, ainda que temporária como a vivenciada até 2006, só retorna quando novas formas confiáveis de avaliação forem aceitas pelo mercado e se constituírem em uma nova convenção que, num capitalismo pouco regulado, conduz a uma futura crise. Isso ocorre porque as convenções dos mercados financeiros se baseiam em confiança, e não em distribuição eficiente, generalizada e sustentável de recursos no longo prazo – a crise deste exemplo mostra que o mercado pouco regulado não foi eficiente. Nas palavras de Aglietta (1998:3-5):

> "O risco sistêmico pode ser definido, em linhas gerais, como a ocorrência de equilíbrios subótimos, i.e., socialmente ineficientes, que podem se transformar em armadilhas para os sistemas econômicos, porque não há um ajuste de mercado espontâneo, resultante do comportamento individual racional, que possa libertar o sistema da situação macroeconômica precária [...] A liquidez está no cerne do risco sistêmico em mercados financeiros [...] liquidez não é uma característica exógena de um ativo; é uma relação estratégica entre os participantes do mercado".

Alguns analistas citam que, no início dos anos 2000, havia concessão de empréstimos imobiliários a pessoas sem bens, sem emprego e que só passariam a pagar as prestações após um prazo de carência. Apesar do bom crescimento econômico desse período nos EUA, quando o limite de carência de pagamento dos créditos se esgotou (muitos teriam sido em 2006), muitas dessas pessoas ainda continuavam sem emprego, sem renda e se tornaram inadimplentes. Esse argumento significa que os maiores bancos do mundo, e que serviam de referência como modelo de gestão de riscos, não foram capazes de avaliá-los: instituições grandes e históricas como Lehman Brothers, Citibank, Wachovia, Merrill Lynch[16] (Bank of América), Bear Stearns tiveram que ser socorridas pelo governo americano ou faliram. O mesmo ocorreu com grandes instituições européias e seus respectivos governos - Royal Bank of Scotland, Northern Rock, Barclays, UBS - ou tiveram grandes prejuízos como o Deutsche Bank. Muitas instituições com mais de cem anos de existência, que sobreviveram a várias crises, não teriam apresentado problemas idiossincráticos de controles internos ao mesmo tempo. Fraudes individuais podem ocorrer a qualquer momento, mas o aumento de problemas administrativos e fraudes de maneira generalizada que ocorrem no final de ciclos econômicos não é causa, mas conseqüência, do que Minsky chamou de finanças especulativas:

> "Arranjos financeiros nos quais empréstimos são necessários para repagar dívidas é finança especulativa [...] o processo que conduz ao aumento das finanças especulativas, em proporção ao total de financiamento dos negócios, leva a preços de ativos mais altos e ao aumento de investimentos [...] Isto leva a uma melhora no nível de empregos, produção e lucros, que, por sua vez, prova aos empresários e banqueiros, que arriscam com finanças especulativas, que estavam certos" (Minsky, 1986:42)

> "Uma interrupção em um 'boom' ocorre quando as taxas de juros de curto e longo prazo sobem e causam a atenuação e reversão das relações de valor presente. Freqüentemente isso ocorre depois que aumentos de demanda financiados por finanças especulativas levaram a aumentos de taxas de juros, salários, e preços de materiais de modo que as margens de

[16] O Bank of America teve que ser socorrido no final de 2008 e início de 2009 pelo Governo americano devido aos prejuízos apresentados após a compra da Merrill Lynch, que teve altos prejuízos por causa de operações de securitizações de crédito.

> lucro e, portanto, a habilidade de validar o passado foi erodida" Minsky (1986:220).

Pode-se argumentar que havia um sistema de incentivos, na forma de bônus, que causou problemas internos nos bancos, mas essa decisão foi tomada de maneira livre pelo mercado. Se alguém acredita na tendência automática do livre mercado convergir para o equilíbrio instantaneamente, então está supondo que os agentes são bem informados e tomam suas decisões de maneira racional. Desse modo, o banco 'racional' não seguiria outros cuja relação entre lucros e riscos não fosse compensadora, pois correr alto risco de insolvência não é racional. Uma lógica semelhante pode ser utilizada para se refutar o argumento que os bancos tomaram decisões erradas induzidos por um sistema de incentivos fiscais e de regulamentos do governo americano: os modelos internos de risco dos bancos privados e das agências de *rating* não estavam sujeitos a imposições do governo. Ao contrário, o sistema bancário norte americano estava sendo liberado de imposições legais desde os anos 80 e culminou com a revogação total da Lei Glass-Steagall[17] em 1999, que restringia, por exemplo, que instituições com depósitos à vista comercializassem títulos lastreados em hipotecas. Nem mesmo Basiléia II, que poderia levar a uma interferência nos modelos internos dos bancos estava em vigor nos EUA antes de 2009. Não se trata, portanto, de um problema administrativo individual que forçou todo o mercado financeiro a mimetizá-lo, apesar de que muitos soubessem que suas empresas corriam risco alto de falência na sua adoção[18], mas de crença convencional em modelos de avaliação de risco, crença que os preços dos imóveis que serviam de garantia continuariam seguindo o padrão apresentado nos anos anteriores, porém sem um crescimento e distribuição de renda de trabalho compatível para pagar os contratos de crédito.

[17] Conforme SEC 101 e SEC. 102. *Activity Restrictions Applicable to Bank Holding Companies that are not Financial Holding Companies da Lei Gramm–Leach–Bliley, Public Law* 106–102— 12 de novembro de 1999.

[18] O comportamento convencional não seria o mesmo, ou até não existiria, se a maioria dos agentes não sofresse de 'miopia ao desastre', isto é, tivesse informações completas na hora de investir. A falta de informações, seja pelos custos de obtê-la ou por sua inexistência no momento de decisão, é que leva ao comportamento convencional. Se uma minoria de agentes tem dúvida sobre o comportamento que a maioria segue, pode até participar temporariamente da convenção para auferir lucros, mas sairá de sua posição no mercado ao menor sinal de mudança.

Os supervisores nacionais já haviam detectado, vários anos antes da crise, que a regulação bancária da época não tinha mais eficácia devido ao uso de *securitização*, conforme vemos em BCBS (1999:21):

> "Os bancos em vários países estão usando *securitização* para alterar o perfil de seu balanço. Eles podem fazer o capital do banco parecer artificialmente alto em relação ao risco de suas exposições [...]".

A resposta dos supervisores para conter o comportamento dos bancos que se valiam dessa inovação financeira foi propor o Acordo de Basiléia II, publicado em 2004. Uma das exigências de Basiléia II, que não havia anteriormente, é capital para cobrir o risco de operações de *securitização*:

> "A fórmula do supervisor busca equivalência entre a quantidade total de capital que um banco *originador* deve manter para uma dada carteira de hipotecas (e outras exposições) e a soma das exigências de capital para cada uma das *tranches* que servem de lastro a um título construído com base nesses empréstimos. Isto tornaria indiferente, do ponto de vista do regulador, *securitizar* ou manter a posse das operações. Entretanto, compradores ou investidores das *tranches* têm a opção de usar uma abordagem baseada em '*ratings*' para sua exigência de capital regulamentar além da aplicação da fórmula do supervisor" (Fed, 2004:3).

Independentemente da possibilidade de sucesso dessa medida, até a data de início da crise de 2007, Basiléia II não havia sido completamente implantado em nenhum país e, portanto, o sistema financeiro ainda estava agindo livremente. Os modelos de risco dos bancos e agências de *rating* dependiam de uma convenção que deixou de existir no final de 2006: a crescente valorização dos imóveis nos EUA. Nesse cenário, pode-se entender Braga (2008):

> "Os bancos centrais deixaram solta a capacidade do sistema em criar riqueza fictícia em escala 'global' e com significativa participação direta e indireta dos bancos via organizações paralelas que criaram [...] Adverte-se em vão há muito tempo sobre a necessidade de uma nova arquitetura financeira e monetária internacional. Sem uma verdadeira

> reforma o cenário é de recorrente ameaça do risco sistêmico e os conseqüentes ônus econômicos e sociais. Problemático nó histórico: desarranjo sob o capitalismo desregulado e capitalismo regulado como miragem".

A riqueza fictícia está intimamente ligada à liquidez fictícia, ou liquidez convencional, gerada no sistema financeiro. A regulação que visa à estabilidade financeira tem necessariamente que mirar a economia de maneira abrangente, como um todo, ultrapassando até mesmo as funções atribuídas aos bancos centrais e atingindo outras esferas de governo, afim de que se assegure a boa distribuição de recursos que o mercado livre por si só não fez e não faz.

1.2 - A distinção entre solvência e liquidez

Se a valorização e a liquidez de ativos são variáveis correlacionadas, a distinção entre problemas de liquidez e de solvência bancária seguramente não é trivial. Em 1873, Bagehot concluiu que os empréstimos em última instância do Banco da Inglaterra deveriam ser concedidos, a uma taxa de juros alta, a bancos que estivessem com problemas de liquidez, mas que fossem solventes ('saudáveis') e dessem garantias consideradas boas no período anterior à crise:

> "Na verdade, o Banco da Inglaterra não empresta pelos motivos que deveriam fazer um banco comum emprestar. Os administradores da reserva do Banco deveriam emprestar prontamente e mais livremente em um pânico incipiente, pois eles temem a destruição que o pânico irá causar […]" (Bagehot, 1873:65).

> "Estes empréstimos só deveriam ser feitos a uma taxa de juros muito alta [...] A grande maioria, a maioria a ser protegida, são as pessoas 'saudáveis', as pessoas que têm bons títulos a oferecer [...] Em um período de pânico o banco, ou bancos, que mantém a reserva de última instância deveria recusar títulos ruins, pois isso não vai piorar o pânico; as pessoas 'insolventes' são uma pequena minoria [...] Se é sabido que o Banco da Inglaterra está descontando o que em tempos comuns são considerados bons títulos – que são então

> garantidos e facilmente conversíveis – o estado alarmista dos comerciantes e banqueiros solventes será interrompido" (Bagehot, 1873:197 e 198 – grifo nosso).

Contabilmente, uma empresa é solvente se o valor dos ativos (direitos) que ela possui é superior ao valor dos seus passivos (deveres), que resulta em patrimônio líquido positivo. Entretanto, ao longo do tempo, esses valores podem oscilar por diversos fatores: operações que alteram o estoque de ativos e passivos da empresa (compra, venda, crédito, etc.), modificações de demanda e oferta dos mercados que se refletem nos preços dos ativos, alterações de taxas de juros que mudam o valor presente tanto dos ativos quanto dos passivos. A solvência de uma empresa também pode vir a ser afetada por operações fora de balanço que ela realiza: avais ou fianças que concede podem se tornar passivos, caso o cliente avalizado não cumpra sua promessa de pagamento. O risco de insolvência é a probabilidade que uma empresa que seja solvente hoje, venha a se tornar insolvente dentro de um período de tempo estabelecido.

Em Bagehot, há uma idéia implícita que as garantias possuem um valor 'real' que nos tempos de 'alarme' é subavaliado: as garantias que devem ser aceitas são as consideradas boas em tempos 'comuns'. O mesmo ocorre com o conceito de pessoas saudáveis economicamente, ou empresas solventes, que, na definição de Bagehot, são as que têm boas garantias, ou seja, bons ativos, em tempos normais, para oferecer como garantias. Como já destacado anteriormente, Bagehot considerava a moeda como se fosse uma '*commodity*': o Banco da Inglaterra não podia emitir moeda livremente, podendo realizar empréstimos de última instância apenas até o limite das reservas que dispunha. As instituições consideradas por Bagehot eram muito diferentes das atuais: os bancos com ações negociadas em bolsa eram uma novidade nessa época, não havia investidores institucionais semelhantes aos de hoje, fundos garantidores de crédito, etc. Conforme Goodhart (1999: 230), o mercado monetário no tempo de Bagehot tinha como base o desconto de letras de câmbio e, por isso, o risco que o Banco da Inglaterra corria ao conceder um empréstimo de liquidez não estava relacionado à solvência do banco que recebia o empréstimo, mas à qualidade[19] da garantia

[19] A qualidade de uma garantia é dada em função da facilidade de sua execução, isto é, credibilidade alta que seu emissor pagará ou, no caso de inadimplência ou falência de seu emissor, que privilégios frente aos demais

apresentada. Pela afirmação de Goodhart, depreende-se que o Banco da Inglaterra não fornecia propriamente um empréstimo de liquidez com retenção de letras de câmbio como garantia, mas simplesmente um redesconto de títulos, isto é, uma compra de letras de câmbio que o banco socorrido havia descontado para seus clientes. Hoje, o risco de um banco central não receber de volta seu empréstimo de liquidez é uma combinação do risco de inadimplência do banco socorrido com a qualidade da garantia fornecida. A possibilidade de o banco socorrido pagar, ao menos em parte, a divida contraída com o banco central não é nula, assim como a possibilidade da garantia cobrir plenamente uma inadimplência não é uma completa certeza.

Independentemente das diferenças institucionais entre o Reino Unido no século XIX e no século XXI, a tese de Bagehot se mantém viva, conservando-se nos debates atuais, como vemos no comentário abaixo do atual serviço de supervisão financeira (FSA) do Reino Unido:

> "Nós definimos risco de liquidez como o risco que uma firma, embora **solvente** em seu balanço, não possa manter ou gerar recursos de caixa suficientes para cumprir completamente suas obrigações nos seus vencimentos, ou pode apenas fazê-lo em termos desvantajosos [...] A estrutura do Banco [da Inglaterra] é desenhada para prover acesso à moeda do banco central, inclusive em quantidade ilimitada, contra a apresentação de colaterais elegíveis, a uma taxa de juros punitiva, por meio de linha permanente de empréstimo de liquidez" (FSA, 2007:8 e 12 – grifo nosso).

Sublinhamos a palavra solvência no texto do FSA, escrito após o início da crise do crédito imobiliário "*subprime*" de 2007, porque ela é semelhante à idéia de 'pessoas saudáveis' de Bagehot, porém sem menção ao tempo 'normal', isto é, desconsiderando a noção de que em períodos recessivos o valor dos ativos é menor do que em períodos de crescimento econômico. Adicionalmente, há o problema da distinção entre falta de liquidez e falta de solvência em uma instituição financeira. Conforme Goodhart (1999:231):

---

credores serão concedidos pelas instituições vigentes (poder judiciário, ou poder executivo, ou câmaras de custódia, etc).

> "Há períodos quando a taxa de juros atacadista de mercado sobe até a taxa de juros punitiva do banco central, ou onde a taxa de redesconto do banco central é comumente abaixo da taxa de mercado (como nos Estados Unidos), que empréstimos a bancos individuais tornam-se comuns e ao mesmo tempo forçados por outros fatores (de reputação). Exceto nesses casos, um banco individual só irá ao banco central para assistência de última instância direta quando ele não puder obter a liquidez que necessita nos mercados monetários interbancários. Quase por definição, deve ser porque lhe está faltando bons títulos para servir de colateral a empréstimos e outros (bancos) fornecedores de crédito não emprestarão a ele, na quantidade necessária (a uma taxa de juros aceitável), sem garantias. Novamente, quase por definição, isso deve ser porque há algum questionamento, no limite, sobre sua solvência".

Para Goodhart, às vezes, um banco individual, em tempos normais, não pede redesconto ao banco central mesmo tendo este taxas abaixo do mercado, como nos EUA, porque corre risco de reputação no mercado financeiro: "falta de liquidez implica ao menos uma suspeita de insolvência". E não há tempo hábil, segundo Goodhart, para o banco central verificar a solvência da instituição que solicita o empréstimo de liquidez por dois motivos: numa crise, o valor dos títulos de um banco pode variar bruscamente; e "o valor verdadeiro de uma posição complexa em mercados de derivativos pode ser difícil de afirmar".

Neste ponto, Goodhart nos remete a um problema semelhante ao do item anterior: como avaliar ativos? Existe 'valor verdadeiro' de um ativo, ou seja, o valor de um ativo depende apenas do custo dos fatores de produção para se obtê-lo? O preço de mercado de qualquer ativo ou bem depende, seguramente, não só do valor oferecido por quem o produz, mas também do preço aceito por quem o demanda. Não é possível produzir constantemente com prejuízo e, portanto, o preço mínimo deve ao menos cobrir os custos de produção do ativo ou bem. Claro que quem produz um ativo espera vendê-lo por um preço acima de seu custo e obter lucro[20]. Entretanto, a demanda pelo ativo tem seus próprios fatores e um deles, no caso de demanda de ativo financeiro, é a expectativa de sua futura remuneração ou valorização. Caso se forme, num mercado, um consenso de que alguns ativos serão

[20] O produtor de um ativo pode até manter sua produção auferindo prejuízo, mas só se comportará assim porque espera que isso se reverta em breve antes que atinja a falência.

lucrativos e, portanto, devem ser comprados, a demanda faz com que o preço desses ativos aumente – aumento de demanda por títulos de securitização bem avaliados por uma agência de '*rating*', por exemplo. Esse aumento de preço do ativo aumenta o lucro de quem o produz e o estimula a aumentar sua produção – conceder mais crédito e, em seguida, securitizá-los, por exemplo. Novos compradores são atraídos a comprar esses ativos e aumentam ainda mais a demanda. Essa estabilidade econômica só se mantém enquanto vigorar o consenso de que os preços dos ativos, em média, permanecerão subindo. O 'valor verdadeiro' de um ativo financeiro depende, portanto, não só do seu custo de obtenção, mas de uma convenção que se forma no mercado. No momento que essa convenção deixa de existir, isto é, quando os preços caem ao invés de subirem, o 'valor verdadeiro' não é mais possível de ser previsto. O 'valor verdadeiro' a que Goodhart se refere está relacionado com valor dos bens que servem de base para um derivativo ou, no caso do nosso exemplo, o valor dos contratos de créditos que lastreiam os títulos de uma securitização. Mas o valor de contratos de crédito depende da relação risco / retorno que é, tanto no numerador quanto no denominador, dependente de convenções: uma das convenções sobre o risco é que o futuro deve se comportar de maneira semelhante ao passado recente, e uma convenção sobre o retorno é que as taxas de juros devem manter o padrão de evolução atual. Essas convenções deixam de valer nos períodos de crise e, portanto, o mais correto seria não falar em 'valor verdadeiro', mas, como fez Bagehot, dizer valor atribuído em 'tempos comuns'. Em períodos de crise há incerteza sobre o valor dos ativos assim como há incerteza sobre o valor que os ativos terão após a crise, quando novas convenções e até mesmo novas instituições se estabelecerem. E isso corrobora a tese de Goodhart: em tempos de crise é difícil avaliar ativos e isso causa dificuldade em determinar a solvência de um banco, e causa, também, a queda na liquidez de títulos e ativos em geral.

Uma explicação complementar é dada por Guttmann (2008:15):

> "Há inerentes limitações na tentativa de transformar a incerteza radical, com sua imprevisibilidade inata, em risco mensurável com base na média de uma faixa de possíveis cenários ponderados por suas respectivas probabilidades. Não ajuda que modelos, mesmo os mais avançados, tendam a olhar os diferentes riscos individualmente como se fossem

> separados uns dos outros, quando na realidade eles se combinam e se conectam de maneira a se auto-reforçar durante as crises. Riscos de crédito alimentam riscos de mercado que por sua vez embasam riscos de contraparte mais elevados. E nas condições caóticas das crises um risco pode se transformar em outro: riscos de liquidez podem se converter rapidamente em riscos de solvência; riscos operacionais de hoje tornam-se risco de reputação ou legal, e assim por diante".

Certamente encontramos na literatura modelos como o de Tabak et alli (2003:160) que integram riscos de crédito e riscos de mercado, mas não há um que integre todos os riscos possíveis. Mesmo se houvesse tal modelo, ele necessitaria ter seus parâmetros ajustados a cada mudança de tendência em cada mercado que seu proprietário atua e isso o tornaria tão ineficaz quanto os modelos existentes. A imprevisibilidade da mudança de tendências também faz parte das limitações na tentativa de transformar incerteza radical em risco mensurável. A dificuldade de avaliar ativos nos momentos de crise conduz a um aumento de demanda por moeda, que tem valor de fácil determinação, fazendo com que os demais ativos percam valor e, com isso, se tornem ilíquidos facilitando a ocorrência de inadimplências e elevando a correlação entre riscos sejam eles de crédito, de mercado, de liquidez ou de insolvência.

As expressões 'em tempos de crise' ou 'em tempos normais' usadas em Goodhart e em Bagehot não significam que em tempos de crise devemos agir 'keynesianamente' e em tempos normais atuarmos como se os ativos tivessem um valor real independente das convenções e instituições econômico-sociais. Essas expressões de Goodhart e Bagehot carregam um conceito de ciclo econômico que pode ser diferente para cada autor. As 'sementes' da crise são lançadas no período de crescimento econômico, isto é, há desequilíbrios de mercado tanto na alta quanto na baixa, mas há quem acredite que o livre mercado esteja sempre em equilíbrio, seja nos períodos de crescimento, seja nos de crise, como, por exemplo, o ganhador do Prêmio Nobel de 1995, Lucas (1981:224):

> "[...] será razoável tratar os agentes reagindo a mudanças cíclicas como "risco", ou assumir que suas expectativas são racionais, que eles têm estruturas muito estáveis para coletar e processar informações, e que eles utilizam esta informação

> na previsão do futuro de uma maneira estável, livre de tendências sistemáticas e facilmente corrigíveis".

Com base em teorias como essa, alguns bancos centrais e serviços de supervisão atuais acreditam que a liquidez bancária pode apresentar oscilações, mas os bancos solventes podem, indistintamente do período do ciclo, ser distinguidos dos insolventes na hora de conceder empréstimos de liquidez. Esse parece ser o caso do serviço de supervisão financeira (FSA) do Reino Unido, na citação que fizemos anteriormente, que sequer menciona o termo 'tempos normais', como fez Bagehot, quando fala em solvência. Entretanto, na deflação de títulos que se segue após a crise de 2007, não há indícios que grandes bancos ou agências de '*rating*' tenham previsto o futuro de maneira estável e livre de tendências sistemáticas.

O Acordo de Basiléia II, que tem como principal objetivo manter a solvência bancária sem prejudicar a concorrência bancária internacional, se apóia no conceito de que um banco bem capitalizado tem facilidade para obter liquidez: a captação tanto via clientes ou mercado interbancário seria fácil porque um banco solvente tem pequena probabilidade de não pagar suas dívidas. Excetuando-se recomendações para administrar a liquidez e divulgar as informações referentes, a única referência sobre alguma exigência mais incisiva de liquidez bancária em todo o Acordo de Basiléia II é:

> "741. Risco de Liquidez: […] Posições de capital podem ter efeito na capacidade que os bancos têm para obter liquidez. […] Os bancos deveriam avaliar a suficiência de seus capitais de acordo com seus perfis de liquidez e da liquidez dos mercados em que operam" (BCBS, 2004:208).

Desse modo, bancos menos líquidos deveriam manter mais capital para ter mais capacidade de obter liquidez. Berger & Bouwman (2005) analisaram medidas de criação de liquidez[21], no mercado americano entre 1993 a 2003 e encontraram relações positivas entre capital e

[21] As posições fora de balanço como securitizações de crédito foram consideradas como geradoras de liquidez. Os autores admitiram que criação bancária de liquidez = ½ x depósitos a vista + ½ x empréstimos – ½ x moeda e títulos líquidos entesourados – ½ x capital e passivos ilíquidos. Ou seja, quanto maior forem aos ativos ilíquidos e maior forem os passivos líquidos, maior será a criação de liquidez. E consideraram que captação de recursos via mercado de ações e compra de títulos públicos é destruição de liquidez.

criação de liquidez (bancos com mais capital criavam mais depósitos à vista e entesouravam menos ativos líquidos). Concluíram que, de modo semelhante ao recomendado em Basiléia II, mais capital poderia absorver mais riscos associados à criação de liquidez. Contudo, as relações entre capital e criação de liquidez encontradas foram diferentes se os bancos analisados eram grandes (ativos acima de 1 bilhão de dólares) ou pequenos (ativos até 1 bilhão de dólares) – bancos grandes tiveram correlações positivas entre capital e criação de liquidez, mas bancos pequenos apresentam correlações negativas entre essas variáveis.

A Estatística não fornece relação de causa e efeito, ou seja, a escolha de quais variáveis são exógenas e quais são endógenas depende da teoria na qual o pesquisador se apóia. Pode-se dizer que os bancos que operam com menos ativos líquidos, que concedem, proporcionalmente, mais crédito, que criam mais liquidez para o sistema, mantêm mais capital para absorver os riscos maiores que incorrem. Mas, igualmente se pode afirmar que os bancos com maior poder de mercado concedem, proporcionalmente, mais crédito, geram mais depósitos a vista, geram mais lucro e têm mais facilidade para se capitalizar. Em nossa interpretação os bancos pequenos têm mais dificuldade de criar liquidez, pois têm uma inserção muito menor nos mercados e os recursos colocados em seus depósitos à vista fluem rapidamente para os grandes bancos. Não há dúvida que a Estatística mostrou que havia correlação entre liquidez e capital nos bancos americanos entre 1993 e 2003. Entretanto, afirmar que essa relação continuará após 2003 é uma suposição que não é sempre verdadeira em economia: o futuro nem sempre será como o passado. O parágrafo de Basiléia II é cuidadoso ao afirmar que capital '<u>pode</u>' ter efeito na obtenção de liquidez. Como essa suposição é ao menos em parte arbitrária, por definição, é uma convenção. Basiléia II ajuda a formar essa convenção, mas não há garantias que o mercado financeiro sempre a siga, como confirma o relatório do Grupo de Trabalho para Reforma Financeira do G-30 (2009:42):

> "Um aspecto preocupante da crise atual é a velocidade com que grandes instituições financeiras reguladas deixaram de ser classificadas como bem capitalizadas e com fortes posições de liquidez para instituições que necessitam de

> intervenções do governo e vultosos apoios financeiros para evitar a falência".

Uma conclusão mais geral parecem ter chegado Aspachs, O., Nier E., Tiesset M. (2005:18) que analisaram o comportamento dos 'colchões' de liquidez[22] em ciclos econômicos com dados de bancos que operavam no Reino Unido no período compreendido entre 1983 a 2003. Concluíram, de uma forma que se pode associar à Teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes, que:

> "Em outras palavras, os bancos parecem aumentar os colchões de liquidez nos períodos de crescimento econômico fraco e diminuir os colchões em períodos de crescimento econômico forte".

Esse seguramente é um motivo para o Grupo de Trabalho para Reforma Financeira do G-30 (2009:44), em sua recomendação n° 11, sugerir que, além das normas já elaboradas pelo Comitê de Basiléia, se adote exigências mínimas de liquidez, e reconheça que, ainda assim, a função dos bancos centrais de fornecer empréstimo de última instância deva ser mantida.

> "Embora as estruturas corretas possam ser diferentes em diversos países, a supervisão e respostas oficiais precisam da construção de uma estrutura de agências públicas fortes, geridas profissionalmente, com substancial isolamento de interesses privados ou políticos particulares assegurando: a. que bancos centrais, dado seu papel tradicional relativo a estabilidade financeira, seus recursos financeiros, suas responsabilidades como "prestamista de última instância", sua típica gestão profissional e alta independência dentro dos governos, tem um papel importante nas normas de regulação e supervisão" Grupo de Trabalho para Reforma Financeira do G-30 (2009:18).

O Reino Unido e Alemanha são exemplos de países que recentemente separaram as funções de regulação e supervisão financeira de seus bancos centrais, criando agências específicas para esse fim – Financial Services Authority (FSA), criado em 1997 e com o poder de

[22] Os autores consideraram colchão de liquidez a soma dos seguintes ativos mantidos por um banco: moeda, operações compromissadas, títulos públicos, notas promissórias, ações e títulos de dívida privados. Ou seja, os ativos ilíquidos são, praticamente, os empréstimos e o ativo permanente.

supervisão a partir de 1998, e Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin), criado em 2002 - seguindo uma tendência pregada até o início da crise de 2007. As dificuldades apresentadas com a assistência de liquidez feita ao Banco Northern Rock PLC em setembro de 2007 – posteriormente nacionalizado em 2008 – onde houve discordância entre os presidentes do Banco da Inglaterra e do FSA, mostra os problemas dessa divisão de tarefas que agora o relatório do G-30 sugere maior integração. Um dos argumentos para a segregação entre bancos centrais e serviços de monitoração dos sistemas financeiros era o isolamento entre os problemas monetários, que ficariam a cargo dos bancos centrais, e os problemas de solvência do sistema financeiro, que ficariam a cargo de uma agência independente de supervisão. Entretanto, a liquidez financeira é um elo de ligação que não permite esse isolamento. Além disso, conforme observam Borio & Zhu (2008:12), liquidez e desejo de tomar risco também estão conectadas e se reforçam:

> "Em particular, liquidez e desejo de tomar risco estão firmemente interconectados e podem reforçar um ao outro. Assim, baixas percepções de risco e grande tolerância ao risco enfraquecem as restrições ao financiamento e as transferências de fundos. Por sua vez, restrições mais fracas podem contribuir para maior desejo de tomar risco. Em outras palavras, por analogia com a noção de demanda efetiva em macroeconomia, restrições mais fracas aumentam a tolerância ao risco 'efetiva' por permitir que agentes se empenhem em projetos ou estratégias de investimentos com risco mais alto e, normalmente, maior retorno esperado que seria possível de outra forma. O oposto é verdadeiro: quando percepções de risco aumentam, a tolerância ao risco diminui e as condições de liquidez enrijecem, com a deterioração na liquidez de mercado e de *funding* potencialmente reforçando uma a outra".

E o papel de controlar o desejo do sistema bancário tomar risco foi atribuído aos Acordos de Basiléia, ou seja, a regulamentação da prudência, cujo objetivo é manter capital suficiente para cobrir os riscos (manter a solvência).

1.3 - Prudência e Instabilidade Financeira

Controlar risco para manter a solvência ou a liquidez não é uma atividade nova no sistema bancário. Como o pioneirismo em exigir capital para cobrir riscos através de normas legais é atribuído aos Estados Unidos, analisaremos sua evolução.

Nos Estados Unidos, na época que a atividade bancária era concedida através de carta-patente pelos estados, conforme Calomiris & Khan (1996:774), um dos primeiros sistemas de compensação criados foi o coordenado pelo Suffolk Bank em 1819, na cidade de Boston, que tinha o objetivo de criar uma moeda única para os bancos membros no Estado da Nova Inglaterra. O sistema do Suffolk também envolvia a monitoração e regulação:

> "Em uma carta ao Eastern Bank of Bangor, vetando a permissão para expandir o crédito 'overdraft' [equivalente ao crédito de cheque especial], o presidente do Suffolk Bank escreveu que 'eu posso apenas dizer que se todos os bancos na Nova Inglaterra estivessem no mesmo ritmo que você está, seria necessário mais que todo o capital dos bancos desta cidade para supri-los' (Whitney, 1878: 38)" apud Calomiris & Khan (1996:775).

Para Brossard & Chetioui (2003:3), apesar de vários sistemas dessa época exigirem taxas de capital e de reservas mínimas, as perdas que os credores sofreram foram atribuídas à corrupção e suborno. Conforme Guttmann (1994:67), após 1837, a concessão por carta-patente foi substituída pelo *Free Banking*, cujo objetivo era eliminar a corrupção na concessão de cartas-patentes e a proteção política a alguns bancos. Houve uma explosão do número de bancos e notas emitidas por eles. Como existiam poucas regras impostas e estas variavam muito entre os diversos estados, o controle era feito pelos corretores e pelos relatores de notas bancárias, sendo que estes últimos divulgavam dados sobre os valores das notas e a saúde dos bancos emissores. Uma das poucas regras impostas era a exigência de depósito-caução, em cofres do Tesouro Federal, sobre o volume de notas emitidas, que serviriam para pagar os credores no caso de falência do banco que as emitiu. Entretanto, os credores não ficaram protegidos, pois o depósito não era corrigido pelo valor de mercado

das dívidas, isto é, os depósitos ficavam baixos para cobrir os riscos ao longo do tempo. Com a restrição baixa, os bancos se lançaram a riscos cada vez maiores até chegar a uma nova crise. Assim, muitos bancos faliram e não houve reembolso aos seus depositantes ou aos portadores de suas notas. Nota-se, aqui, uma semelhança com os ciclos econômicos atuais.

Em 1864, o período chamado National Banking System é inaugurado através da publicação da Lei da Moeda Nacional e da Lei dos Bancos Nacionais, que unificaram o sistema monetário e criaram bancos nacionais: a estes era exigido capital próprio mínimo e reservas monetárias mínimas. Os bancos estaduais de dez estados ficaram sem exigência de reservas até 1910. A Câmara de compensação de Nova York, que é uma entre várias câmaras de compensação privadas, exigia que seus participantes mantivessem reservas em espécie no mínimo igual a 20% de seus depósitos. Em períodos de crise, a Câmara de Nova York socorria os bancos que estivessem ilíquidos, mas que fossem solventes. Entretanto, a diversidade de exigências diferentes nas diversas câmaras e estados deixou o sistema como um todo desprotegido. Na crise de 1907, a corrida às empresas de *Trust*[23] acabou por contaminar a imagem dos bancos e as relações de liquidez e capital não foram suficientes para sua proteção.

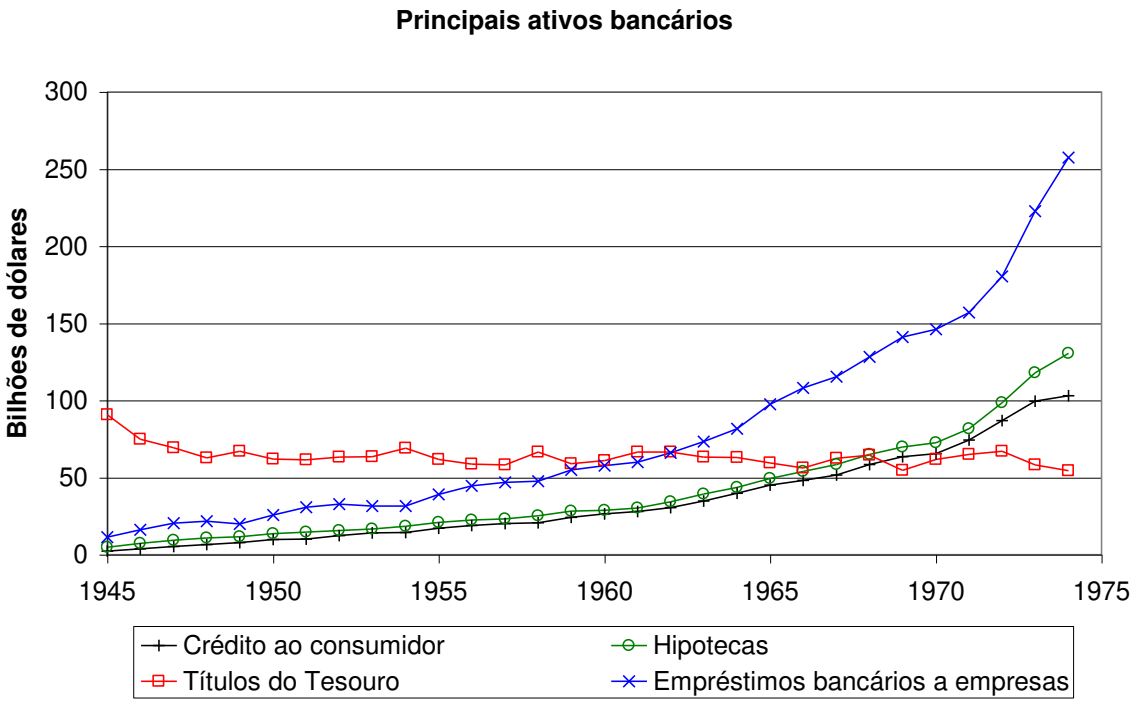
Conforme Lacoue-Labarthe, (2003:49), o Texas foi o primeiro Estado dos EUA a exigir de bancos, em 1909, uma relação aritmética entre depósitos e capital, através do *Project* 4, *Bill* 4, *Section* 27 do Senado, que lembra a relação mínima entre capital e ativos que mais tarde seria exigida pelo FDIC. Mas somente após a fundação do Federal Reserve System (Fed) em 1913, que institucionalizou a prática do redesconto e das intervenções no mercado aberto, e da segunda Lei Glass-Steagall, cujo nome oficial é Banking Act de 1933, que fundou o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) para assegurar parte dos depósitos de seus bancos afiliados, e que delimitou a ação de bancos comerciais – proibindo-os de operar ilimitadamente no mercado de títulos excetuando-se os títulos de governos ou *commercial papers* - e de bancos de investimento – proibidos de captarem via depósitos a vista - é que haveria uma estabilidade maior.

[23] Empresa criada para que uma pessoa ou empresa (‘*trustee*’) administre os bens de outras (‘*trustors*’).

> "A Lei Glass Steagall de 1933 e a Lei Bancária de 1935 fortaleceram os controles de prudência através da divisão dos bancos em categorias, da redução das rendas de juros, da criação de um depósito de seguros Federal (FDIC) e um similar para as instituições de poupança (FSLIC)... A supervisão criada foi a mais completa e mais rígida camisa de força burocrática de todos os tempos. Ela visava dividir a indústria bancária e prevenir atitudes competitivas consideradas a priori potencialmente destrutivas da estabilidade financeira" (Lacoue-Labarthe, 2003:43).

Entretanto, não se pode atribuir a estabilidade bancária norte-americana do período pós-crise dos anos 1930 somente a essas novas instituições: a política econômica, de maneira geral, se favorecendo de grandes demandas estatais junto às indústrias para suprir o exército em guerra, e a posterior reconstrução européia, conduziu a um período longo de estabilidade.

Gráfico 2 – Principais ativos bancários nos Estados Unidos



Fonte: elaboração própria a partir de dados de http://www.Federalreserve.gov/releases/z1/current/default.htm.

Os bancos, nesse período, representavam entre 37 a 40% do mercado financeiro americano e os grandes bancos nacionais mantinham mais de 96% de todos os ativos bancários. Conforme se observa no gráfico 2, os principais ativos dos bancos no período entre o final da Segunda Guerra Mundial e início dos anos 60 era de títulos do Tesouro dos Estados Unidos, ou seja, as relações de liquidez e solvência, em geral, estavam altas.

Porém, com o crescimento que as economias européias e japonesa atingiram nos anos 60, o conseqüente fortalecimento de suas moedas, e a política de juros baixos adotada pelos EUA, o dólar entrou num processo de desvalorização. Esse processo reduziu a captação de depósitos à vista e a prazo dos bancos, pois a remuneração paga aos depositantes não era compensadora nessa nova situação de inflação.

Essas restrições trouxeram uma série de inovações. Conforme Guttmann (1994:158), o sistema bancário americano passou a captar recursos no mercado europeu, e, também, através de operações compromissadas[24]. Além disso, os bancos passaram a comprar e vender certificados de depósito bancário para dar mais liquidez aos depósitos a prazo e torná-los mais atraentes. Houve ainda um aumento dos tetos impostos sobre as taxas de juros que remuneravam os depósitos a prazo – a Regulação Q do Fed[25].

O volume dos depósitos a prazo nos bancos, com essas ações, cresceu 15% ao ano entre 1961 e 1965, mas numa situação de dependência maior do comportamento dos depositantes, ou seja, maior risco de liquidez e a custos mais altos para o sistema. As relações entre ativos de risco e capital dos bancos americanos aumentaram nesse período, isto é, o índice de solvência diminuiu.

Como as normas bancárias não eram harmônicas entre países e a inflação norte-americana continuava a avançar, os depósitos de grandes corporações dos EUA começaram a ser transferidos para a Europa, onde não havia Regulação Q e podiam ser mais bem

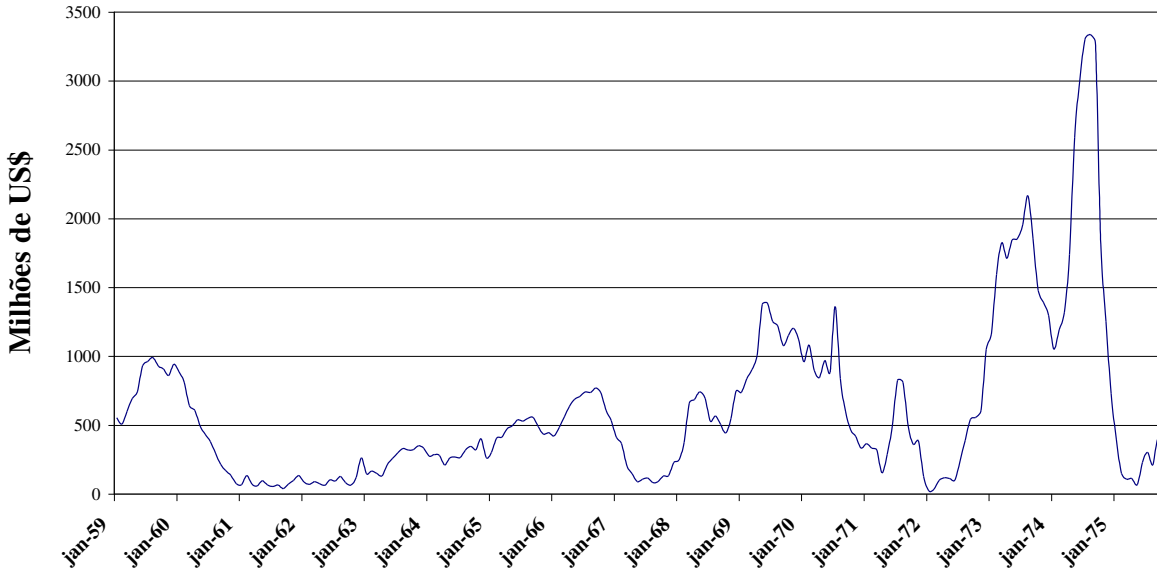
[24] Operações compromissadas são vendas de títulos públicos com compromisso de recompra depois de determinado período. Pode-se considerar como um empréstimo onde o título público serve de garantia.
[25] O FED, através do estabelecimento de um teto para as taxas de juros que remuneravam os depósitos a prazo, procurava fazer com que os bancos oferecessem taxas de longo prazo mais baixas e, assim, estimular o investimento nos EUA.

remunerados pelas agências européias de bancos estadunidenses, que, depois, repatriavam esses recursos. O Fed perdeu, portanto, parte do poder que tinha no controle de criação da moeda bancária. Nesse ponto, ora o Fed aumentava as condições restritivas sobre os bancos para poder conter a inflação e, com isso, alguns bancos, que não tinham acesso aos mesmos recursos que outros, precisavam ser socorridos, ora aliviava as restrições para diminuir os problemas bancários.

> "Quando esta crise estrutural se aprofundou a partir do final dos anos 60, ela trouxe incidências sérias e crescentes de instabilidade financeira no sistema bancário doméstico [...] No longo prazo, elas refletiam a crescente fragilidade financeira dos devedores que tinham tomado uma grande quantidade de crédito e não podiam mais gerar o mesmo tipo de ganhos de renda quanto durante os anos de *boom*" (Guttmann, 1994: 161).

A partir de 1966, portanto, o Fed se viu forçado a atuar cada vez mais como credor de última instância.

Gráfico 3 – Crédito via *Discount Window* do Fed aos bancos com depósitos a vista entre 1959 e 1975.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/datadownload série estatística H3.

Conforme Guttmann (1994:502), o setor imobiliário teve um período eufórico entre 1970 e 1974, sendo financiado através de empresas de *trust* (REIT – *real estate investment trust*), que, após a alta nos preços de materiais de construção, alta de juros e retração na oferta de crédito no início de 1974, tiveram problemas de liquidez. Alguns bancos se viram forçados a comprar os créditos ruins das suas REITs afiliadas e, com a continua deterioração econômica, acabaram se tornando insolventes. Somente a falência do Banco Franklin National, em meados de 1974, principalmente por perdas com operações em câmbio – o dólar sofria grandes flutuações e o sistema de Bretton Woods já havia entrado em colapso - consumiu US$ 1,7 bilhões em empréstimos de última instância do Fed até que o FDIC estruturasse a absorção de passivos e vendesse os ativos a outro banco. Nota-se, aqui, que, embora exista o FDIC, a primeira ação de socorro é via *discount window* do Fed.

Portanto, a relação mínima entre capital e ativos exigida nacionalmente pelo FDIC aos seus filiados não foi capaz de conter uma crise financeira onde: a regulamentação havia sido superada pelas inovações financeiras e por uma internacionalização bancária; e uma crise monetária tinha forçado vários países industrializados a adotarem o câmbio flutuante[26]. Como conseqüência os bancos centrais dos paises que formavam o G-10[27] se reuniram no Banco de Compensações Internacionais (Bank of International Settlements - BIS), com sede na cidade suíça de Basiléia e firmaram um acordo de cooperação, o Concordat, em setembro de 1975:

> "O objetivo deste relatório é estabelecer algumas linhas mestras entre autoridades nacionais que supervisionam estabelecimentos de bancos estrangeiros e sugerir métodos para melhorar a sua eficácia [...] a supervisão bancária é considerada neste relatório sob três aspectos diferentes: liquidez, solvência e posições e operações em moeda estrangeira. O Comitê reconhece que estes três aspectos se superpõem em algum grau. Assim, problemas de liquidez e solvência podem esconder uma à outra; e ambas, liquidez e solvência, estão entre as razões pelas quais países

[26] Ver em Guttmann (1994: 148 e 149): Reino Unido adota câmbio flutuante em 1972, Suíça, Alemanha e outras nações européias em 1973.
[27] G-10 ou grupo dos 10 países capitalistas mais desenvolvidos foi fundado em 1964.

> supervisionam as operações em moedas estrangeiras de seus bancos" (CBRSP[28], 1975:1).

O processo inflacionário continuou nos EUA e para contê-lo, no final de 1979, o Fed aumentou o percentual sobre depósitos que seus bancos afiliados devem recolher compulsoriamente, além de outras medidas para restringir o crédito. As medidas para restrição ao crédito foram intensificadas em 1980, com mais exigências sobre o depósito compulsório e aumento da taxa básica de juros, mas as restrições impostas pela Lei Glass Steagall começaram a ser flexibilizadas.

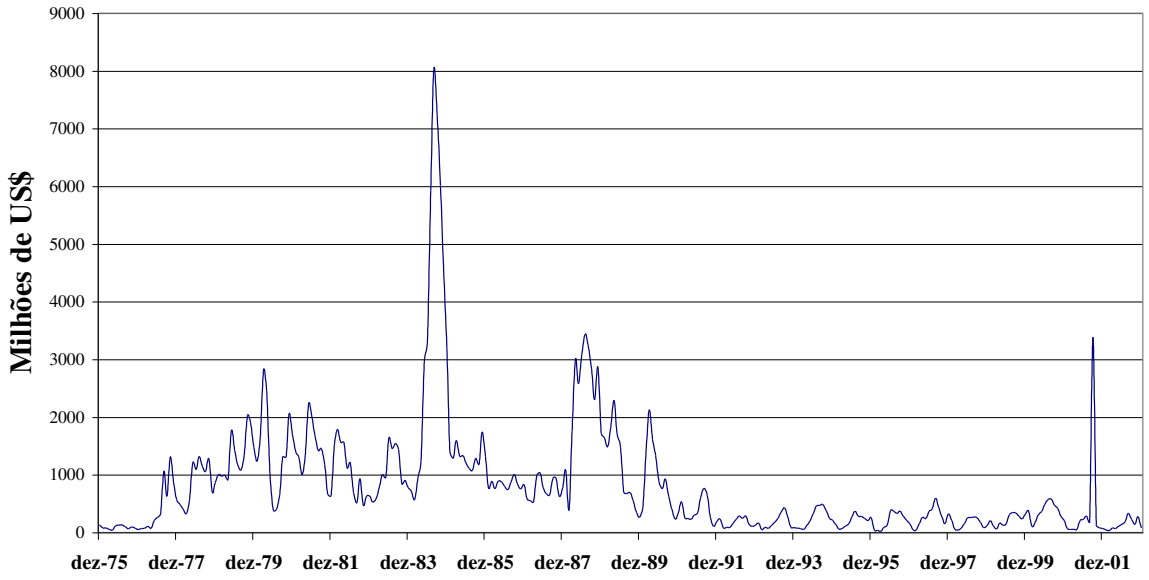
A contração de crédito os juros mais altos levaram o México à moratória em 1982 e outros países em desenvolvimento a beirar esse estado, que deteriorou a saúde do sistema bancário norte-americano, com muitos ativos em dívidas soberanas sob dúvida, e trazia risco para o sistema de pagamentos internacional. Para salvar o sistema bancário foi necessário que o FMI ampliasse seu socorro aos países em desenvolvimento, mas isso custou US$ 8,4 bilhões aos cofres norte-americanos. Para liberar o valor ao FMI, o Congresso Americano exigiu do Fed, do FDIC e do OCC (Office of the Comptroller of the Currency) que apresentassem uma nova regulamentação bancária. O FMI elaborou, em 1983, a Lei de Supervisão de Empréstimos Internacionais (ILSA – *International Lending Supervision International*), que convocava bancos centrais e autoridades regulamentares de outros países a reforçar o capital de bancos que concediam empréstimos internacionais. Desse modo, o presidente do Fed apresentou um plano de americano de reformas na reunião do Comitê da Basiléia, em março de 1984, e passou a fazer comparações nas formas de exigência de capital dos países do G-10.

O Banco Continental Illinois, que atuava principalmente no setor de energia, perdeu metade do seu valor entre 1981 e 1982, mas era um banco tradicional, entre os dez maiores dos EUA, avaliado como AAA por agências de *rating* e, portanto, poucos pensavam que poderia se tornar insolvente. Contudo, a oscilação do preço do petróleo e a alta contínua dos juros deterioraram ainda mais sua posição e em 11 de junho de 1984 precisou de US$

[28] O CBRSP – Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices – foi rebatizado em 1992 como Basel Committee on Banking Supervision – BCBS, ou, Comitê de Basiléia.

3,6 bilhões do *discount window* do Fed, fora empréstimos de US$ 4,5 bilhões tomados de outros bancos.

Gráfico 4 – Crédito via *Discount Window* do Fed aos bancos com depósitos a vista entre 1975 e 2001.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/datadownload série estatística H3.

Novamente, apesar da existência do FDIC, que promoveu[29] a venda do Continental Illinois para o Bank of América, a janela de descontos do Fed foi concomitantemente acionada. A exigência mínima entre capital e ativos usada pelo FDIC, na época fixada em 5,5%, também não conseguiu evitar este caso, pois um de seus problemas era a grande exposição de itens fora do balanço, que não era considerada na exigência de capital americana.

Em janeiro de 1986, os EUA, seguindo uma abordagem já utilizada no Reino Unido, passou a exigir, além da relação aritmética entre capital e ativos totais, que seus bancos mantivessem uma relação mínima entre capital e ativos ponderados por fatores de risco. Conforme Lacoue-Labarthe (2003:48), o risco de crédito não estava relacionado diretamente ao cliente, mas a categorias de contraparte[30] e, já havia previsão para, no

[29] Conforme pode ser verificado no *site* do FDIC: http://www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=30.
[30] O risco de crédito relativo ao cliente era, em geral, coberto por provisões que os bancos deduziam de suas receitas e já contavam como perdas. Entretanto, desde o uso da relação aritmética simples entre capital e

futuro, exigir capital para risco de mercado, isto é, risco de variação de preços e de taxa de juros. Além disso, mesmo os compromissos fora-de-balanço, que haviam crescido muito a partir dos anos 70, conforme Kapstein (1991:7), foram incluídos na ponderação de risco de crédito[31]. O sistema bancário norte-americano argumentava que as novas medidas beneficiavam, em termos de concorrência, bancos estrangeiros que não estavam sujeitos a elas. Assim, num primeiro momento as autoridades americanas negociaram com seus pares britânicos e fecharam um acordo comum em 1987. Esse acordo internacional, conhecido como Basiléia I, foi posteriormente estendido ao Japão e, mais à frente, aos demais países do G-10, Luxemburgo e Espanha reunidos no Comitê de Basiléia no final de 1987, sendo publicado em meados de 1988. A nova relação mínima entre capital e ativos ponderados pelo risco ficou estabelecida em 8%, e, em 1996, foi publicado um aditamento para exigir capital para cobertura de risco de mercado.

O risco de mercado considerado em Basiléia I não se referia à totalidade dos ativos e passivos de um banco, mas apenas às posições e títulos registrados no *trading book*, isto é, títulos negociados no curto prazo. Igualmente, o risco de crédito em Basiléia I também não era relativo a todo balanço do banco, mas apenas às operações registradas no *banking book*, ou seja, títulos e contratos mantidos por longo prazo ou até o vencimento. Há, portanto, risco de mercado no *banking book* e risco de crédito no *trading book*, ambos não cobertos por Basiléia I, que os bancos centrais poderiam exigir discricionariamente. No caso dos EUA, além da Lei Glass Steagall limitar parte da atuação dos bancos comerciais no mercado de títulos, os supervisores exigiam capital além do mínimo de 8% conforme sua avaliação individual:

> "Desde a introdução do Acordo da Basiléia em 1988, as relações de capital baseada em risco nas economias desenvolvidas tiveram aumento significante [...] Os gráficos mostram uma tendência crescente com a relação de capital média subindo de 9,3% em 1988 para 11,2% em 1996. A

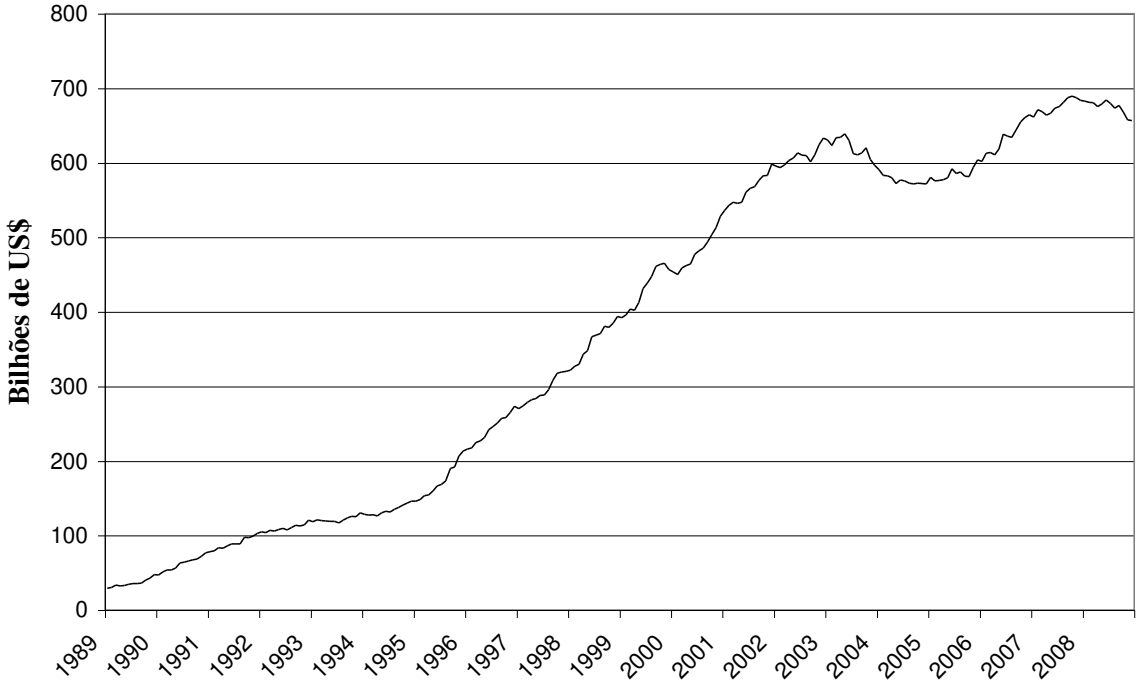
ativos, autoridades norte-americanas viam o capital como um 'colchão' capaz de absorver outras perdas. Exemplos de categorias de contraparte são: créditos soberanos, créditos imobiliários, créditos ao varejo.

[31] Um fator de conversão passou a ser aplicado sobre os contratos que poderiam vir a gerar obrigações e, sobre o valor resultante, aplicava-se a ponderação de risco. Exemplos de contratos fora-de-balanço: avais, fianças, derivativos financeiros.

> maioria dos países teve aumentos em suas relações de capitais, embora alguns países que estavam próximos, ou abaixo, da relação mínima da Basiléia de 8%, em 1988, tiveram aumentos maiores [...] Um fator por trás do nível da relação de capitais em alguns países (EUA e Reino Unido) é que os supervisores impuseram relações mais altas que a mínima exigida, banco a banco" (BCBS, 1999:6).

Ao longo da década de 90, Basiléia I sofreu algumas críticas. Suas classes de risco eram muito abrangentes e tornavam indiferentes, em termos de capital exigido, um empréstimo feito para uma subclasse mais arriscada ou uma de risco menor. Por exemplo: todos os créditos para empresas recebiam o mesmo fator de ponderação de risco não importando o setor a que pertencessem. Isso representava um estímulo aos empréstimos de maior risco, pois a remuneração (taxa de juros) seria maior e a restrição continuaria a mesma de um crédito mais seguro da mesma classe – era a chamada prática do *cherry picking*. As perdas com fraudes e falhas de operadores sempre chamaram a atenção nas crises, mas não havia uma exigência de capital, em Basiléia I, para cobrir esse tipo de risco, chamado de risco operacional. Finalmente, as operações com *securitização* de crédito começaram a crescer em volume e a transpor a exigência de capital de Basiléia I. A carteira de crédito vendida pelo banco que a originou passa por uma série de transformações e tem seu risco obscurecido: os créditos servem de lastro para a criação de várias '*tranches'*; há *tranches* que têm prioridade sobre as demais nos pagamentos recebidos dos créditos; em cada *tranche* são emitidas '*securities*', isto é, títulos, que recebem ainda outras garantias na forma de contratos de seguros contra inadimplências; uma agência de *rating* avalia cada conjunto de *securities*; etc.

Gráfico 5 – Total de empréstimos ao consumidor securitizados nos EUA.



Fonte: elaboração própria a partir de dados de http://research.stlouisfed.org/fred2/data/TOTALSEC.txt.

O Fed verificou que o risco da carteira de crédito inicial não era possível de ser rastreado: a soma de todos os riscos dos títulos emitidos em uma operação de *securitização* não correspondia ao da carteira de crédito inicial. O banco que originou a carteira ficava com parte do risco de inadimplência da carteira que havia vendido – um risco fora de balanço – e também com risco dos títulos de *securitização* que viesse a adquirir no mercado, sendo ambos de difícil avaliação. Assim, o capital exigido em Basiléia I, num processo similar ao que havia acontecido à relação aritmética entre capital e ativos, também começou a perder a efetividade. A Lei Glass Steagall, que limitava a ação dos bancos no mercado de títulos e que já havia em boa parte sido flexibilizada ao longo dos anos 80 e 90, foi finalmente revogada em 1999. Portanto, era necessária uma revisão no Acordo Basiléia I.

A cobertura de risco de mercado adotada em Basiléia I permitia, além de uma ponderação de risco dado por um valor tabelado, também o cálculo do percentual de ponderação através do uso de modelos internos dos bancos. Entre os anos 80 e 90, foram desenvolvidos alguns modelos matemáticos para cálculo de risco de crédito que poderiam ser aplicados na

exigência de capital para risco de crédito e evitar a prática do *cherry picking* criticada em Basiléia I. A partir do ano 2000, no novo Acordo de Capitais chamado Basiléia II, à semelhança do risco de mercado em Basiléia I, foi proposta uma nova exigência de capital para risco de crédito em duas abordagens distintas: uma mais simples usando-se uma tabela com percentuais de risco fixos, mas dependes de classificação de agências de *rating*, e outra mais complexa, que deveria ser usada, em tese, pelos grandes bancos. Nessa abordagem mais complexa, as categorias de contraparte não receberiam mais percentuais fixos, mas valores variáveis conforme o risco da carteira de créditos que um dado banco resolvesse desenvolver. O grande problema nessa abordagem é que o sistema financeiro oscila entre períodos de euforia e recessão de maneira sincrônica com a economia e uma exigência de capital que segue esse mesmo sincronismo poderia reforçar esse comportamento e aumentar a instabilidade. Assim, o Comitê de Basiléia propôs que os modelos internos de risco dos bancos poderiam ser usados para cálculo do capital exigido desde que fosse satisfeita uma série de exigências. Entre elas, que os bancos levassem em conta o ciclo econômico e, portanto, usassem prazos longos em seus cálculos. Há vários exemplos dessa preocupação ao longo do texto do Acordo Basiléia II.

> "472. Estimativas de LGD [um dos componentes do cálculo de risco] devem ser baseadas em um período mínimo de observação de dados que deveria idealmente cobrir ao menos um ciclo econômico completo, mas não devem ser em nenhuma hipótese mais curto que um período de sete anos em ao menos uma fonte. Se a informação disponível alcança um período maior e os dados são relevantes, este período mais longo deve ser usado" (BCBS, 2004:97).
>
> "475. [...] Além disso, para exposições nas quais as estimativas de EAD [um dos componentes do cálculo de risco] oscilam ao longo de um ciclo econômico, o banco deve usar estimativas de EAD que sejam apropriadas para uma recessão econômica, se estas forem mais conservadoras que a média de longo prazo [...]" (BCBS, 2004:97).
>
> "752. Em todas as instâncias, o nível de capital de um banco individual deve ser determinado de acordo com o seu perfil de risco e processo de gestão de risco e controles internos. Fatores externos como efeitos de ciclos econômicos e

> ambientes macroeconômicos devem ser considerados" (BCBS, 2004:163).

Em que pesem essas, entre outras tantas afirmações de Basiléia II para ser menos pró-cíclica, há muitas polêmicas, pois há várias teorias antagônicas relativas a ciclos econômicos.

A estabilidade financeira depende do estabelecimento de convenções e instituições que possam ser validadas no futuro, isto é, não permitam taxas altas de desemprego que, por sua vez, levariam a um aumento da taxa de inadimplências. Obviamente, esse objetivo não pode ser atingido apenas por uma regra de exigência de capital: depende, além de bancos centrais, de outras áreas de governo. Valores estáveis de exigência de capital ao longo dos ciclos econômicos auxiliam a manutenção de convenções financeiras[32]. Médias com dados de muitos anos ou o uso, nos períodos eufóricos, das mesmas taxas de capitais empregados em períodos recessivos tendem a apresentar baixas flutuações. Portanto, embora Basiléia II possa não garantir a formação de convenções estabilizantes no longo prazo, pois os modelos de risco econômico não são eficazes, ao menos a tendência a apresentar baixa oscilação, ao longo dos ciclos, das exigências de capital contribui para a formação de convenções e de estabilidade parcial. Modelos de risco só poderiam garantir a solvência de um banco, se a economia de livre mercado caminhasse automaticamente para um ponto de equilíbrio com eficiência na distribuição de recursos no curto prazo, ou se a principal imperfeição resultasse apenas de informações assimétricas que se dissipassem no longo prazo. Como as imperfeições do livre mercado vão além da assimetria de informações, o melhor que os modelos de risco podem fazer, do ponto de vista da estabilidade, é não apresentar grandes oscilações ao longo de um ciclo econômico.

Nesse sentido, Basiléia II contribui para a estabilidade de forma não muito diferente que o uso de uma relação fixa entre capital e ativos ou um percentual fixo aplicado a cada ativo,

[32] A economia depende de convenções financeiras para sua estabilidade. Os modelos de risco são funções dessas convenções e da crença que elas vão continuar como no passado, mas, ao mesmo tempo, os modelos também influem na formação de convenções. Portanto, um modelo é estabilizante se reforçar as convenções de longo prazo nas quais se apóia. Um modelo que leva à destruição das convenções financeiras existentes pode levar a um aumento de preferência por liquidez. Modelos que procuram oscilar contrariamente a um ciclo econômico podem, na verdade, destruir convenções já estabelecidas.

mas apresenta a vantagem de incluir exigências sobre as posições fora-de-balanço, que a relação fixa não tem, e evitar o *cherry picking,* que Basiléia I não impede. Curiosamente, no período em que a regulação era baseada na relação fixa ou em Basiléia I, não se debatia que essas exigências fossem pró-cíclicas e a relação fixa não foi abandonada, nos EUA, mesmo com a divulgação das normas sobre Basiléia II. Mas há também um aperfeiçoamento em relação à Basiléia I ao se exigir, nas abordagens mais sofisticadas de cálculo de Basiléia II, imposições sobre as provisões, que, por usar os mesmos componentes do cálculo de capital (PDs – probabilidade de *default*, LGDs – *loss given default* e EADs – *exposure at default*), também acabam sendo forçadas a embutir uma visão de longo prazo e que, em Basiléia I, eram de livre arbítrio dos bancos. O uso da abordagem mais simples de Basiléia II, onde há dependência direta de *ratings* de agências, pode ser mais pró-cíclico, mas não se constitui possivelmente num obstáculo, pois os grandes bancos, que usariam os modelos internos, têm muito mais poder de formar convenções financeiras que os pequenos bancos. Além disso, os modelos internos dos grandes bancos devem passar por revisões constantes dos serviços de supervisão financeira que deveriam seguir as recomendações de Basiléia II como o parágrafo 752 citado na página anterior.

Há, porém, conclusões diferentes que se devem a diferentes teorias econômicas, à complexidade de Basiléia II e à dificuldade de prever as respostas do mercado sob diferentes restrições legais. Borio (2008:36) analisou 14 estudos com diferentes suposições e resultados. Concluiu que:

> "Como resultado, considerando o pacote, Basiléia II não é necessariamente mais pró-cíclica que Basiléia I, e pode até ser menos. Há ao menos três razões para isso. Primeiro, Basiléia II encorajou melhoras consideráveis na gestão de risco de crédito e, agora, a natureza pró-cíclica do risco é conhecida muito melhor. Deve-se esperar que isto resulte em uma concessão de crédito mais prudente no período altista e um reconhecimento de prejuízos mais rápido e mais gradual que no passado [...] Segundo, uma maior transparência pode também atuar como uma restrição [...] Finalmente, os supervisores [...] podem exigir mais colchões [de capital] durante as expansões [...]".

Não compartilhamos as conclusões de que agora a natureza do risco de crédito é compreendida melhor pelo mercado e que isso evitaria novas crises. Nem tampouco que a transparência irá atuar como uma restrição. Mas a idéia de exigir mais colchões de capital nas expansões nos remete a algumas propostas de abordagem *macro-prudencial* da regulação bancária. Desde Basiléia I, os supervisores bancários dos EUA mostram ter poder discricionário para fazer ajustes nas relações de capital, como vimos no já citado BCBS (1999:6). E Basiléia II recomenda a todos que considerem os efeitos dos ciclos econômicos. Logo, aparentemente, não há empecilhos a não ser a visão que cada regulador tem de como agir para enfrentar os ciclos econômicos.

Se considerarmos que a exigência de capital pode alterar a formação de expectativas, a atuação dos supervisores deveria ser no sentido de sinalizar, a exemplo do que se faz em política monetária, a trajetória de alta ou baixa dos futuros requerimentos de capital. Sem dúvida, a regulação *macro-prudencial* pode ser um nível superior de controle da prudência, mas, ainda assim, não substituirá a necessidade de políticas macroeconômicas que estimulem a boa distribuição de renda e o crescimento econômico equilibrado. Em períodos recessivos, por exemplo, reduzir a exigência de capital pode diminuir o problema da deflação de ativos, mas é possível que não amplie a oferta de crédito e, talvez, seja necessário um estímulo na demanda. Políticas fiscais e monetárias, que ficam sob um nível de governo hierarquicamente superior, e outras medidas, como a Lei Glass Steagall no passado, devem também ser consideradas para esses objetivos.

Uma das fragilidades de Basiléia II é a ação coordenada e interpretação comum entre supervisores de nações diferentes. Uma solução possível seria a criação de um organismo global de supervisão e regulação da prudência como parece sugerir Guttmann (2008:15):

> "Devido a estes limites inerentes à gestão de risco, é importante atuar sobre o comportamento bancário através de meios suplementares de controle. Crucial, aqui, é o fortalecimento das atividades de supervisão bancária, especialmente sobre os maiores grupos financeiros, pelos reguladores dos governos. Elas deveriam ser coordenadas globalmente, pois os bancos líderes são transnacionais por natureza. A supervisão também seria mais efetiva se aplicada

> de maneira abrangente ao invés de dividida por função entre diferentes reguladores, onde cada um olha apenas o nicho sob sua jurisdição. A tendência para tal centralização da supervisão já está a caminho ao menos nos Estados Unidos, com o Fed vencendo uma batalha que já dura uma década contra outros reguladores, mas precisa ser melhorado na União Européia".

Embora, nacionalmente, possa haver uma tendência de centralizar a supervisão americana, que se tornou necessária após o fim da Lei Glass-Steagall, parece difícil que os EUA, e mesmo muitos outros países, aceite um órgão de supervisão internacional que possa interferir em seu território. Ao menos essa tem sido a característica na solução de problemas desde os anos 70, quando promoveram o Concordat e, mais tarde, a criação do atual Comitê de Basiléia, que desempenha o papel de coordenação internacional de maneira informal. A alternativa, para preservar a soberania dos países, é igualmente difícil nos dias atuais, pois passaria pela limitação das atividades transnacionais dos bancos.

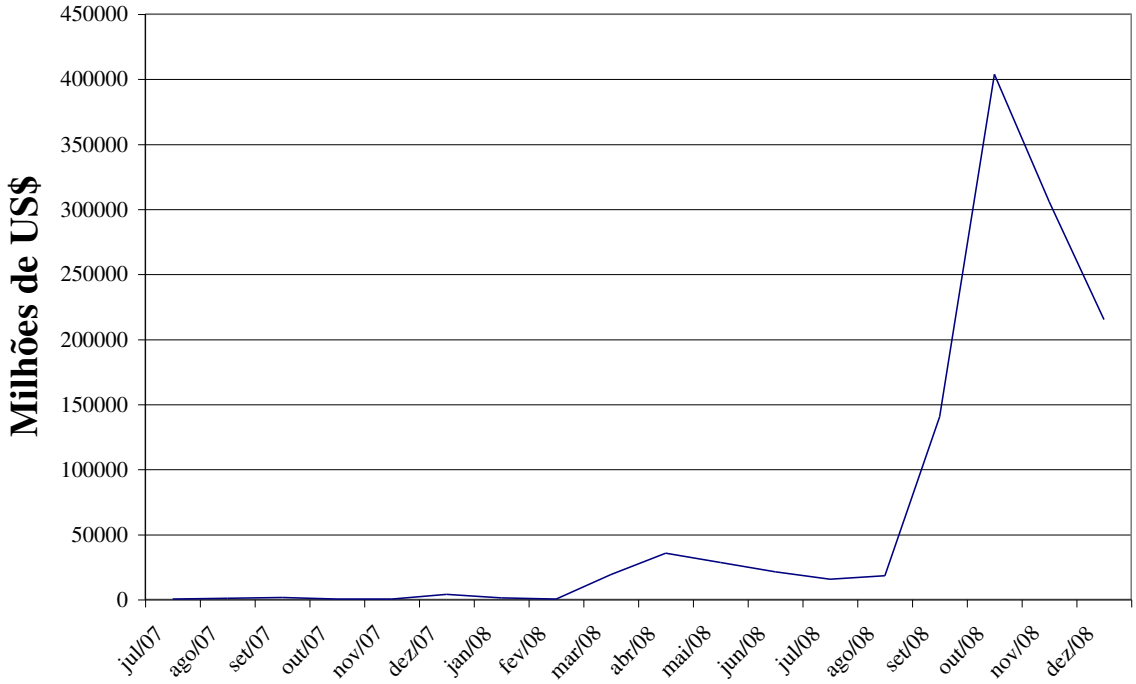
Basiléia II, além do problema do *cherry picking*, também tratou de incluir exigência de capital para cobrir risco operacional e risco com operações de *securitização*. Em relação às *securitizações*, o próprio Acordo reconhece que outras inovações financeiras podem surgir e enfraquecer a proteção de Basiléia II.

> "789. Como as exigências de capital para *securitização* podem não ser capazes de resolver todos os potenciais problemas, espera-se que as autoridades supervisoras considerem as novas características de operações de *securitização* assim que elas surjam. Tais avaliações incluiriam a revisão do impacto que essas novas características podem ter na transferência de risco de crédito e, onde apropriado, espera-se que os supervisores tomem ações apropriadas sob o pilar 2. Uma resposta no pilar 1 pode ser formulada para levar em conta as inovações do mercado. Tal resposta pode tomar a forma de um conjunto de exigências operacionais e/ou um tratamento específico de capital" (BCBS, 2004:170).

Entretanto, não foram necessárias outras inovações para uma crise: a longa negociação política entre o Fed, FDIC, OCC, OTS (*Office of Thrift Supervision*) e o sistema bancário

só permitiram o início da implementação de Basiléia II nos EUA em fins de 2007, já com a crise de *securitizações* instalada.

Gráfico 6 - Crédito via *Discount Window* do Fed aos bancos com depósitos a vista entre 2007 e 2008.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/datadownload série estatística H3.

A gravidade da crise forçou o Fed a inovar a maneira de conceder empréstimos em última instância, através da criação do TARF – *Term Auction Credit Facility*, em 2007, e do TSLF - *Term Securities Lending Facility*, em 2008, além do uso da tradicional *Discount Window*.

Apesar de Basiléia II não estar em vigor no início da crise em julho de 2007 (em alguns países, passou a vigorar apenas em 2008), o Comitê de Basiléia já apresentava novas propostas para corrigir as fraquezas de Basiléia II detectadas já no início de 2009 (todas relativas a problemas de *securitização*):

> "Entre as áreas sujeitas a revisão e a exigências de capital adicional, propostas em meados de janeiro, está o *trading book*, onde os bancos mantinham, até a crise, carteiras de derivados de crédito complexos e ilíquidos. Uma segunda

> área envolve *securitizações* complexas, tais como títulos lastreados em ativos e obrigações de dívidas com colaterais [CDO], mantidos no *banking book*. E uma terceira área é relativa a exposições fora de balanço com empresas de propósito especial, principalmente *asset-backed commercial paper conduits*. Todas as áreas se revelaram uma fonte de vulnerabilidade considerável para os bancos quando a crise surgiu 18 meses atrás" (Global Risk Regulator 2009: 4).

Quanto mais complexas e abrangentes, mais as normas de prudência aumentam o tempo de implementação e negociação entre os múltiplos interessados. Os sistemas bancários continuam a inovar e a criar novas situações de instabilidade, exigindo novas regras. Portanto, as normas *prudenciais* ainda parecem longe de garantir a estabilidade financeira e, por isso, a menos que políticas fiscais ou outras políticas monetárias tenham como fazê-lo, as linhas de empréstimo de última instância são uma necessidade.

2 - Liquidez Bancária: possibilidades de obtenção

Um banco ao conceder um empréstimo ou ao comprar um título pode fornecer, como contrapartida, depósitos a vista, isto é, emitir moeda bancária e, assim, criar liquidez. Porém, para que o banco tenha liquidez, é necessário garantir a conversão da sua moeda bancária em moeda emitida pelo banco central, que é a moeda utilizada no sistema interbancário de compensação. Portanto o banco tem de gerenciar seus estoques e fluxos de moeda central: os estoques correspondem às suas reservas em caixa ou depositadas no banco central e os fluxos correspondem as suas captações no sistema interbancário, na sua carteira de clientes, no banco central e, ao emitir ações, no mercado de capitais.

Diretamente, um banco central pode atuar de dois modos sobre a liquidez de um banco:

> "O banco central age de duas maneiras sobre a liquidez bancária e as taxas de juros: (a) ele pode criar mais ou menos moeda central ao refinanciar os bancos, (b) o banco central pode igualmente impor que os bancos comerciais retenham mais ou menos moeda central na forma de reservas compulsórias" (Plihon 2004:91).

Além dos modos citados por Plihon, um banco central, de maneira indireta, pode aumentar a liquidez geral da economia através de operações de mercado aberto e deixar que o sistema financeiro se encarregue de distribuir essa liquidez. Como nosso interesse é defender que o poder de um banco central de emitir moeda quando atua como fornecedor de crédito de última instância é uma necessidade, vamos, neste capítulo, deixar essa função de lado e procurar argumentar que as outras formas que o sistema bancário tem para obter liquidez, a gestão interna de liquidez e o mercado interbancário não são suficientes.

2.1 - Os limites da gestão de liquidez bancária

A liquidez de ativos nos mercados tem uma característica, ao menos em parte, subjetiva que é transmitida aos passivos dos bancos. Quando os ativos de um banco, de maneira agregada, apresentam uma tendência de queda de valor ao longo do tempo, por coerência

contábil, os valores dos passivos ou do patrimônio líquido também devem apresentar a mesma tendência. Por uma questão de justiça, considera-se que os prejuízos, da mesma forma que os lucros, devem ser absorvidos pelos controladores dos bancos, isto é, os detentores de seu patrimônio líquido. Portanto, o valor das ações do banco apresenta, ao longo do tempo, uma tendência semelhante a do valor dos ativos, enquanto os passivos não são diretamente afetados em seus valores, mas sofrem com o aumento de risco de inadimplência do banco. Esse risco maior de inadimplência decorre da diminuição de valor do capital do banco, isto é, piora de seu índice de solvência, que ameaça tanto aos credores do mercado interbancário, quando aos depositantes desse banco. Vimos que liquidez e solvência bancária são interligadas, mas imposições sobre a gestão da solvência não têm sido capazes, historicamente, de evitar crises. Resta ver se imposições sobre a gestão de liquidez são suficientes ou ao menos necessárias para manter a estabilidade financeira. Na gestão bancária de liquidez, há duas interferências feitas pelos órgãos de supervisão e bancos centrais: a exigência de reservas compulsórias e exigência de índices mínimos de liquidez.

2.1.1 - Reservas compulsórias

Os depósitos à vista são criados a partir da concessão de crédito do sistema bancário e, analogamente, a moeda central, ou base monetária, é criada pelo banco central ao conceder crédito aos bancos comerciais e ao governo. Parte da moeda central criada é retirada pelos bancos dos depósitos que eles mantêm no banco central e, posteriormente, é entregue ao público na forma de papel-moeda. Os bancos comerciais são obrigados a depositar no banco central um percentual dos depósitos à vista de seus clientes: são as reservas compulsórias.

Conforme Plihon (2004:93), as reservas compulsórias foram estabelecidas no início do século XX nos Estados Unidos para garantir liquidez suficiente para proteger os depósitos de clientes, mas com o tempo foram deixando de ser vistas como seguro e passaram as ser consideradas como um estabilizador automático que restringe o poder de criação monetária dos bancos comerciais. Quanto mais créditos concedidos e mais depósitos à vista criados

por um banco, maior a possibilidade de perder essa liquidez criada para outros bancos, ou para a forma de papel-moeda em poder do público, e mais necessidade de liquidez em moeda central ele terá.

Nos anos 20, no Reino Unido, onde não havia exigência de depósito compulsório, Keynes (1930:23) disse que os bancos poderiam criar moeda ilimitadamente se:

- o público só usasse cheques;
- os bancos não achassem necessário manter reservas em moeda central;
- os bancos se movessem em conjunto.

Por um raciocínio semelhante, no Brasil atual, a perda de liquidez de um banco pode ser mais amena (tem mais liberdade para criar moeda) se:

- ele concentrar a maior parte das transações de um país e, portanto, perder pouca liquidez para os demais componentes do sistema bancário (quando maior for sua escala)[33];
- os demais bancos do sistema financeiro nacional também expandirem, proporcionalmente, a concessão de crédito ou compra de moedas estrangeiras (seguirem um comportamento convencional);
    - ou, alternativamente, esse banco tiver facilidade para captar recursos no mercado interbancário (considerado como risco baixo pelo mercado);
- o nível de operações de compra de moeda central pelo sistema financeiro internacional seja baixo;
- o público usar cheques e moeda eletrônica - cartões de débito, DOCs, TEDs, etc - em larga escala, de modo que o uso de papel-moeda seja reduzido (substituição de transação em papel-moeda por transação em moeda bancária);
- a exigência de depósitos compulsórios sobre o sistema financeiro for pequena;
- as reservas livres que o sistema financeiro retém em moeda central forem pequenas;

[33] Conforme BCB (2008:35), em 2007, 67% do valor das transferências de créditos (DOC, TED, Bloqueto de cobrança) entre empresas não bancárias ou pessoas físicas foram realizados através de transferências internas em um mesmo banco.

- o governo opere em déficit orçamentário (nível baixo de impostos e nível alto de despesas) e o banco central financie a emissão dos títulos do governo com taxas de juros baixas.

O banco central pode, portanto, limitar, através da exigência de depósito compulsório, a capacidade de concessão de crédito e criação de depósitos à vista que um banco possui, pois este tem de administrar estoques e fluxos mais restritos de moeda central. Da mesma forma que os Acordos de Basiléia restringem a concessão de crédito para manter uma reserva de capital, os depósitos compulsórios restringem a concessão de crédito para manter uma reserva de liquidez em moeda central. A restrição limita o poder do banco e ao mesmo tempo reduz o risco do cliente. Contudo, o poder de restrição dos depósitos compulsórios não é rígido, pois depende das variáveis e convenções citadas no parágrafo anterior. Portanto, ao comparar as taxas exigidas de depósitos em diferentes países, essas variáveis também precisam ser observadas.

Onde está o limite do poder dos bancos centrais? Wray (2004:2) argumenta que, numa economia com taxa de câmbio flutuante, os bancos centrais têm necessariamente que ceder as reservas demandadas devido a quatro motivos:

1- Há um lapso de tempo entre a captação de um montante em depósitos à vista e o cálculo da exigência de reservas e, assim, o banco central é forçado a conceder implicitamente um 'crédito' no curto prazo (Austrália e Canadá a concessão desse crédito era explícita);
2- O banco central às vezes é forçado a ceder empréstimo de última instância, embora, diversamente dos outros argumentos, este caso se dá apenas em situações econômicas específicas;
3- Há um lapso de tempo entre o fechamento da câmara de compensação e o débito das contas dos bancos no banco central e, assim, pode haver necessidade de conceder compulsoriamente empréstimo a algum banco;
4- A demanda por reservas é altamente inelástica e a taxa *overnight* seria instável caso o banco central não fosse flexível na cessão de moeda.

O Banco Central do Brasil, conforme BCB (2008), procurou resolver, em 2002, grande parte dos problemas listados por Wray através da adoção de um sistema de pagamentos onde a compensação de muitas transações é realizada instantaneamente – em tempo real. Especificamente, o terceiro argumento de Wray tem, em vista disso, a sua importância muito reduzida, mas não chega a se tornar completamente inválido, pois conforme a Circular 3274/05 do Banco Central do Brasil, o valor sujeito à cobrança de depósito compulsório ainda depende dos cheques, docs, e bloquetos de cobrança compensados após o fim do dia[34]. O segundo argumento será discutido em outro capítulo e o quarto argumento permanece válido. Sobre este último, verifica-se no quarto capítulo que o grau de elasticidade da demanda por reservas no Brasil, embora sempre altamente inelástica, sofreu alterações após a implementação do Plano Real (houve redução de operações de zeragem).

Além desses argumentos de Wray, que chamam a atenção para os limites de poder dos bancos centrais, poderíamos acrescentar, como observa Laurent (1981:313), que exigências altas de depósitos compulsórios podem melhorar o controle sobre os agregados monetários, mas também podem induzir o sistema financeiro a procurar inovações que substituam o uso dos depósitos à vista. Exemplos da busca de deficiências e posterior correções no mecanismo dos depósitos compulsórios podem ser encontrados na história da política monetária norte-americana. Conforme Feinman (1993: 575), nos anos 60 e 70, o Fed usou os depósitos compulsórios para influenciar, ao menos em parte, os custos de *funding* dos bancos e, a partir daí a criação de crédito e de moeda:

> "Quando inovações financeiras deram início a novas fontes de *funding* bancário, o Federal Reserve começou a adaptar os depósitos compulsórios para estes novos produtos financeiros e mudou com freqüência as exigências sobre os passivos bancários mais utilizados como fontes marginais de *funding*. Quando os bancos começaram a confiar mais fortemente em grandes emissões de depósitos a prazo (CDs) para lastrear suas aquisições de ativos nos anos 60, por exemplo, o Federal Reserve alterou periodicamente as exigências de reservas sobre esses instrumentos, resultando na alteração de custos e, portanto, na oferta de crédito dos bancos".

[34] Na Carta-Circular 3164/05, esclarece que o compulsório depende de um valor sujeito a recolhimento apurado diariamente mais um valor de ajuste dependente das compensações de cheques, docs e *bloquetos*.

Os bancos, para contornar as novas exigências, passaram a emitir depósitos a prazo no mercado de eurodólares. O Federal Reserve passou a exigir reservas também sobre o mercado de eurodólares nos anos 70, mas sofreu, ao longo dos anos 60 e 70, a perda de bancos membros, que se desligavam porque houve aumento de custo de oportunidade nesse período e porque alguns estados norte-americanos autorizavam o funcionamento com exigência menor de compulsório. A lei *Monetary Control Act* de 1980 determinou, então, que todos os bancos, membros ou não, deveriam manter as reservas exigidas pelo Fed.

Os bancos norte-americanos começaram a usar, a partir de 1994, os *Retail Sweep Programs* como forma de reduzir os depósitos compulsórios necessários. Conforme Edwards (1997: 870):

> "Em um *retail sweep program*, uma instituição de depósitos transfere quantidades, acima de um nível máximo predeterminado, da conta corrente de um depositante [...] para uma conta de propósito especial no mercado monetário (MMDA) [que não recebe exigência de compulsório] criada para o depositante".

Segundo Edwards, o uso desse recurso se espalhou rapidamente entre os grandes bancos e causou a redução de um terço do total das reservas compulsórias entre dezembro de 1993 e agosto de 1997.

Podemos ilustrar outro uso atual de inovação para substituir depósitos à vista. Na história recente, os bancos passaram a, após conceder crédito e criar depósitos à vista, vender as carteiras de crédito a empresas criadas especificamente para securitização. Vamos supor um caso específico onde os compradores dos títulos resultantes da securitização fossem todos clientes do banco que gerou a carteira de crédito que dá lastro a esses títulos[35]. Os compradores pagam pelos títulos com seus depósitos à vista à empresa específica para

[35] Esta restrição tem apenas a função de simplificar a explanação e pode ser removida. Caso os compradores não sejam apenas clientes do banco que cede a carteira de crédito, os pagamentos que este receberia gerariam saques de depósitos à vista de outros bancos e, após compensação bancária, um acúmulo maior de ativos em moeda central.

securitização. Esta repassa esses depósitos à vista (cheques) ao banco como pagamento pela carteira de crédito. No balanço do banco, como contrapartida pela redução de ativos (saída da carteira de crédito) há uma redução de passivos (redução dos depósitos à vista dos clientes que pagaram ao próprio banco pela aquisição da carteira de crédito). Porém essa operação pode liberar liquidez. O banco pode vender a carteira de créditos por um preço maior caso se comprometa a cobrir parte das inadimplências que poderão vir a ocorrer (ou recomprar, por um valor predeterminado, os empréstimos que apresentarem inadimplência acima de um taxa especificada)[36]. Esta é uma operação fora de balanço: ela pode vir a se tornar um passivo para o banco se as inadimplências realmente surgirem. Quanto mais garantias similares a essa forem concedidas por um banco, maior será a quantidade de depósitos à vista eliminados em seu passivo. E o depósito compulsório referente a esses depósitos à vista eliminados também vão sendo liberados. Ou seja, uma inovação na forma de operar liberta o banco da restrição que o depósito compulsório representa. O banco pode dar crédito indefinidamente tendo como único inconveniente um aumento crescente de garantias dadas fora de balanço. Havia a restrição de Basiléia I, que vigorava nos Estados Unidos nos anos 90 e na primeira década do século XXI, e que exigia, por exemplo, que os bancos mantivessem, na maioria dos casos, uma reserva de capital de 8%[37] do valor das cartas de crédito *standby*[38] registradas como fora de balanço:

> "[...] Reconhece-se que a experiência de avaliação de riscos de algumas atividades é limitada [...] A abordagem acordada [...] abrange a todas as categorias de atividades fora de balanço, incluindo inovações recentes, que serão convertidas a equivalentes de risco de crédito pela multiplicação dos valores nominais por um fator de conversão de crédito, com os resultados sendo então ponderados de acordo com a natureza da contraparte [...] Os diferentes instrumentos e técnicas são divididos em cinco grandes categorias [...]: (a)

[36] Por existirem operações deste tipo, a securitização de créditos não tornou os bancos isentos de risco de crédito, mas transferiu parte desse risco ao setor não bancário.

[37] Como já discutido em capítulo anterior, em Basiléia I não importava se o risco de um cliente individual era maior ou menor, o capital exigido era um percentual fixado por tipo de operação bancária: havia a possibilidade do *cherry picking*. No caso de uma letra de crédito hipotecário residencial, o fator de conversão de crédito de 100% era posteriormente multiplicado por 50% (ponderação de risco da operação) e depois se aplicava a taxa de 8% para determinação do capital mínimo a ser exigido. Em Basiléia II, o risco do cliente também influenciará na determinação do capital.

[38] Cartas de crédito não são utilizadas apenas em securitização, porém sempre representam uma absorção de risco de crédito pelo banco emissor.

> aqueles que substituem empréstimos (por exemplo, garantias gerais de dívidas, garantias sobre aceite bancário e cartas de crédito servindo como garantias financeiras para empréstimos e títulos) – estes terão um fator de conversão de risco de crédito de 100% [...]" (BCBS, 1998:12).

Mas não havia exigência semelhante sobre os depósitos compulsórios, isto é, não havia restrição sobre criação de liquidez por esse meio. Observando-se apenas as informações consolidadas do grupo de bancos norte-americanos com mais de US$ 2,5 bilhões de ativos em 2008, verifica-se que a maior parte das garantias cedidas e registradas fora de balanço encontrava-se sob a forma de cartas de crédito.

Tabela 2 – Operações fora de balanço registradas pelo grupo dos maiores bancos dos EUA.

Garantias de crédito (% dos ativos)	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
Cartas de crédito	1,97	2,12	2,27	2,14	2,23
Derivativos: banco como fornecedor	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01
Derivativos: banco como beneficiário	0,07	0,10	0,07	0,07	0,11
Concessão líquida de garantias	1,93	2,05	2,22	2,08	2,13

Dados obtidos em: FFIEC – Federal Financial Institutions Examination Council obtido em http://www2.fdic.gov/ubpr/ReportTypes.asp
UBPR – *Peer group* 1 (os 180 maiores bancos americanos estão consolidados nesse grupo), página 4.

A absorção de risco de crédito em operações fora de balanço não se restringe na emissão de cartas de crédito: no caso do HSBC Bank USA National Association, que estava, em 2008, entre os dez maiores bancos americanos em ativos, há predomínio de concessão de garantias através de outros derivativos de crédito.

Tabela 3 – Operações fora de balanço registradas pelo HSBC Bank USA.

Garantias de crédito (US$ bilhões)	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
Cartas de crédito	8,8	9,0	7,4	6,3	5,3
Derivativos: banco como fornecedor	486,9	650,2	431,6	222,4	75,2
Derivativos: banco como beneficiário	472,5	602,2	384,8	169,5	60,9
Concessão líquida de garantias	23,2	57,0	54,2	59,2	19,6

Dados obtidos em: FFIEC – Federal Financial Institutions Examination Council obtido em http://www2.fdic.gov/ubpr/ReportTypes.asp
UBPR – Bank Certificate Number 57890, página 5.

Desse modo, relações mínimas entre ativos líquidos e depósitos à vista se tornam obsoletas se não considerarem as garantias cedidas pelos bancos em operações fora de balanço. Se as inadimplências aumentam, o banco tem de honrar seus compromissos e pagar o prejuízo

aos seus clientes, isto é, creditar seus depósitos à vista e só aí recolher mais depósitos compulsórios em moeda central. Isto é, uma dívida garantida por um banco passa a ter mais liquidez. Portanto, os dados do FFIEC – Federal Financial Institutions Examination Council – mostram que a securitização de créditos pode servir como um substituto para os depósitos à vista.

Uma afirmação complementar sobre a redução da eficácia da política monetária, da qual os depósitos compulsórios fazem parte, foi feita pelo presidente do Deutsche Bundesbank, o Banco Central da Alemanha:

> "Adicionalmente, instrumentos derivativos facilitam potencialmente bancos a levantar fundos não sujeitos a reserva, por exemplo, levando a melhora da liquidez de um banco [...] Isso sugere que derivativos ajudam bancos a se blindarem (ao menos em parte) de um choque de política monetária" (Weber, 2008:15).

Ou ainda, como citado em trabalho do Banco de França:

> "Inovação financeira, em algum grau, pode ter deixado os participantes do mercado acreditarem que eles podiam, de modo continuado, escapar da restrição monetária (a necessidade de moeda genuína) e que eles poderiam fazer com que os passivos fornecidos por outras instituições satisfizessem suas necessidades de liquidez" (Bervas, 2008:123).

Considerações sobre o poder de criação de liquidez dos bancos norte-americanos no início do século XXI não podem se reduzir apenas às operações fora de balanço registradas no FFIEC, pois:

1- Os tipos de operações de securitização não se limitam ao exemplo descrito acima[39,40] e nem todas as informações são publicadas - até mesmo o Comitê de Basiléia reconhece:

> "819 [...] Em casos excepcionais, a divulgação de certos itens de informação requeridos pelo Pilar 3 [que trata de divulgação de informações sobre risco bancário] pode prejudicar seriamente a posição de um banco por tornar pública uma informação que é de natureza ou proprietária ou confidencial. Em tais casos o banco não precisa detalhar esses itens específicos, mas deve divulgar uma informação mais geral sobre o assunto exigido juntamente com o motivo da não abertura desses componentes. Não se pretende que esta isenção limitada conflite com as exigências de abertura dos padrões contábeis" (BCBS, 2004:177);

2- A maior parte das operações com derivativos é realizada por bancos grandes que, conforme já discutido, têm tradicionalmente maior facilidade de obter liquidez e, portanto, necessidade menor de conseguir liquidez via operações fora de balanço[41]:

> "Usando informações detalhadas sobre atividades de *hedge* com derivativos e sem derivativos no período de 1997-2003 [nos Estados Unidos], eu concluí que as economias de escala têm um papel importante no uso de derivativos. Grandes bancos são os usuários predominantes de derivativos" (Purnanandam, 2007:1771);

3- Com as securitizações de crédito, mesmo instituições não bancárias passaram a criar liquidez ao conceder garantias que cobrem inadimplências;
4- A exigência de depósito compulsório entre 2000 e 2006 nos Estados Unidos era baixa.

[39] Os bancos, em geral, também ficam com os títulos mais arriscados resultantes das securitizações, mas isso não é do interesse da nossa ilustração, pois, embora represente risco para o banco, é registrado no balanço e não fora de balanço, isto é, se os títulos arriscados perderem valor, o banco terá prejuízo, mas não terá que pagar nada a ninguém por isso.

[40] Existem muitos tipos de operação de securitização de crédito, entretanto todos envolvem aceitar, por empresas não bancárias e pessoas físicas, substituir parte dos depósitos à vista e dos depósitos a prazo por títulos lastreados em carteiras de crédito.

[41] Para os grandes bancos dos EUA, o uso de securitização para atenuar a exigência de capital foi certamente um incentivo maior que a redução da restrição dos depósitos compulsórios.

De acordo com Fed (2007), a base de exigência de depósito compulsório norte-americano é composta dos itens: depósitos à vista, depósitos de poupança com transferência automática para depósitos à vista e depósitos à vista remunerados (*negotiable order of withdrawal account*). O total desses depósitos é dividido em 3 faixas de valores: uma isenta de exigência de reservas, outra com exigência de 3% sobre o total de depósitos e a de valores mais altos tem exigência de 10%. Essa forma de exigência de reservas compensa em parte a propensão, já discutida, que os grandes bancos têm manter os depósitos à vista gerados nas suas concessões de crédito: o fluxo de saída pode não aumentar muito para os demais bancos do mercado, mas aumenta para as reservas compulsórias no banco central, ao passo que os bancos pequenos, mais propensos a perder depósitos à vista para o mercado, ficam isentos de compulsório. As taxas percentuais não sofrem alterações há mais de cinco anos, mas os valores que dividem as faixas foram aumentados a cada ano entre o fim de 2002 até o fim de 2005, no sentido de redução da exigência de compulsório. Em dezembro de 2006, houve aumento do valor limite para a faixa de isenção, mas redução no valor que delimita as faixas mais altas, isto é, a redução sobre os bancos menores continuou, mas, para os bancos maiores, a exigência foi ampliada. Segundo o Fed, no conjunto isso representou um aumento de exigência sobre o sistema bancário. Movimento semelhante ocorreu no fim de 2007.

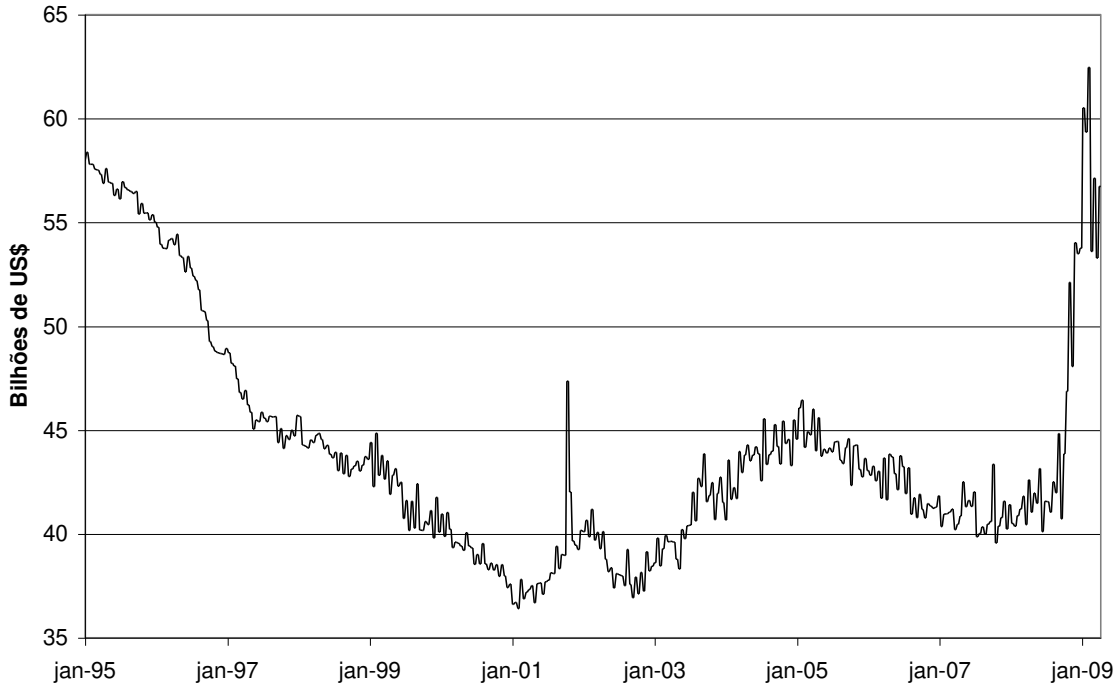
Em dezembro de 2008, com ao agravamento da crise financeira, os dois limites de faixas foram aumentados para US$ 10,3 milhões e US$ 44,4 milhões no sentido de redução da exigência de compulsório. Apesar disso, a relação entre o total de depósitos compulsórios e o total de depósitos à vista e outros depósitos sacáveis[42] variou de 6,43% em setembro de 2008 para 8,08% em janeiro de 2009. Verifica-se, também, que, entre setembro de 2008 a janeiro de 2009, os depósitos à vista no sistema bancário americano cresceram 12,04%, ao passo que as reservas compulsórias aumentaram em 40,83%.

A única explicação para esse aumento de reservas compulsórias muito superior ao crescimento médio dos depósitos à vista, e contrário à redução de exigência do Fed, é uma

[42] Total de depósitos obtido em http://www.Federalreserve.gov/releases/h6/current/ , tabela 3, componentes de M1 ajustados sazonalmente.

redistribuição de depósitos à vista no sistema bancário -crescimento maior de depósitos nos grandes bancos e menor nos pequenos, que são isentos de compulsório[43] - que caracteriza um aumento de preferência pela liquidez.

Gráfico 7 – Total dos depósitos compulsórios nos EUA entre 1995 e 2009.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/releases/h3/hist/default.htm.

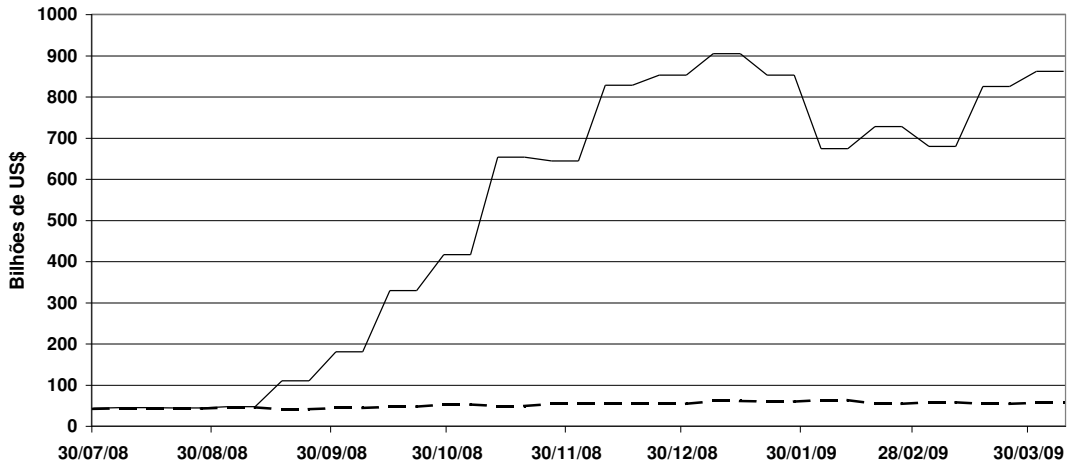
Apesar de não ter de realizar depósitos compulsórios, os pequenos bancos não podem conceder crédito e criar depósitos à vista se não tiverem acesso à liquidez no mercado interbancário, pois, devido a sua escala reduzida, seus depósitos à vista tendem a fluir rapidamente para os depósitos dos grandes bancos.

Porém, muito mais intensa que a variação de reservas compulsórias é a mudança de volume das reservas livres. De maneira semelhante à Grande Depressão dos anos 1930, onde, conforme Feinman (1993:574), os bancos mantiveram reservas livres em quantidade muito

[43] Os depósitos aumentaram em US$ 80 bilhões (US$ 664,4 bilhões em setembro de 2008 para US$ 744,4 bilhões em janeiro de 2009). Se todo esse aumento ocorreu em bancos grandes, a exigência de compulsório sofreria acréscimo de 10% x US$ 80 bi = US$ 8 bilhões. Mas os depósitos compulsórios aumentaram em US$ 17,45 bilhões (US$ 42,72 bi em setembro de 2008 para US$ 60,17 bi em janeiro de 2009). A diferença de US$ 9,45 bilhões tem necessariamente de vir da migração de depósitos de pequenos bancos (exigência zero a 3%) para grandes bancos (exigência de 10%).

maior que as reservas exigidas, vê-se, no gráfico 8, que, após 17/09/2008, as reservas compulsórias dos bancos dos EUA sofrem poucas alterações comparativamente às suas reservas totais, que são as reservas em excesso, também chamadas de livres, agregadas às reservas compulsórias.

Gráfico 8 – Reservas totais x reservas compulsórias (linha tracejada).



Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/releases/h3/hist/default.htm.

Analisando-se, na tabela 4, as modificações no balanço do Federal Reserve entre o fim de setembro de 2008 (24/09/2009) e o fim de janeiro de 2009 (28/01/2009), constata-se que os ativos aumentaram em US$ 714,6 bilhões. Desse total, 10% foram concessões de empréstimos a bancos, 41% foram concessões a empresas não bancárias[44] e 46% corresponderam a empréstimos de dólares a bancos centrais estrangeiros. Em contrapartida, os passivos aumentaram em US$ 715,7 bilhões, sendo 7% em aumento de papel-moeda e 90% em aumento de reservas totais de bancos.

Não era função do Federal Reserve conceder empréstimos a empresas não bancárias, mas, através das securitizações, o risco de crédito do sistema bancário se propagou para além dos

[44] Inclui ativos devidos pela empresa limitada Maiden Lane, criada para facilitar a aquisição do Banco Bearn Stearns pelo Banco JP Morgan, ativos devidos pela empresa Maiden Lane II, que tem títulos lastreados em hipotecas residenciais da seguradora AIG, e ativos devidos pela empresa Maiden Lane III, que possui contratos de crédito oriundos da AIG com diversas garantias.

bancos. Da mesma forma que o restante do sistema bancário, o Fed também se utilizou de *special purpose vehicles*, denominadas Maiden Lane, para conceder crédito. A seguradora AIG, por exemplo, ao receber créditos do Fed através das empresas Maiden Lane II e Maiden Lane III pôde pagar parte de suas dívidas com bancos e não se tornar inadimplente. O mesmo se deu com as empresas emissoras de *commercial papers.* Isso explica o porquê das reservas totais dos bancos no Fed absorverem praticamente todos os créditos que o Banco Central norte-americano concedeu aos demais agentes econômicos e, ao mesmo tempo, os depósitos à vista nos bancos comerciais crescerem a taxas muito mais baixas.

Tabela 4 – Principais mudanças no balanço do Fed entre set/2008 e jan/2009[45] (em US$ bilhões).

Balanço Consolidado de todos os Bancos do Federal Reserve System	**28/jan/09**	**24/set/08**	**Variação**	**Rel. ao total de ativos ou passivos**
Ativos				
Operações compromissadas	0	86	-86	
Term Auction Credit	415,631	150	265,631	
Outros empréstimos	154,79	262,341	-107,551	
Total de empréstimos a bancos			**72,08**	**10%**
Linha de financiamento a Commercial Papers	248,091	0	248,091	
Financiamento a Maiden Lane (dívidas do Bear Stearns)	25,772	29,407	-3,635	
Financiamento a Maiden Lane II (títulos hipotecários AIG)	18,964	0	18,964	
Financiamento a Maiden Lane III (dividas c/ garantias variadas da AIG)	27,456	0	27,456	
Total de empréstimos a não bancos			**290,876**	**41%**
Swaps de liquidez a bancos centrais estrangeiros	465,672	0	465,672	
Outros ativos estrangeiros	42,758	181,718	-138,96	
Total de empréstimos a bancos centrais estrangeiros			**326,712**	**46%**
Total de ativos	1928,55	1213,912	714,638	
Passivos				
Notas do Federal Reserve (líquido das mantidas nas agências do FED)	849	799,422	**49,373**	**7%**
Depósitos de instituições	740	95,301	**645,102**	**90%**
Total de passivos	1.888	1172,153	715,687	

Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/releases/h41/20080925/, item H.4.1, sub item 4: "*Consolidated Statement of Condition of All Federal Reserve Banks*" e http://www.Federalreserve.gov/releases/h41/20090129/, item H.4.1, sub item 8: "*Consolidated Statement of Condition of All Federal Reserve Banks*".

A liberação de depósitos compulsórios não teria a efetividade que os empréstimos do Fed tiveram, pois os bancos, provavelmente, não concederiam crédito aos agentes não bancários temendo possíveis inadimplências e os, aproximadamente, US$ 50 bilhões do compulsório eram claramente insuficientes ante uma demanda interna por aproximadamente US$ 360 bilhões. A demanda externa aproximada por US$ 330 bilhões também foi, em boa parte,

[45] As variações nas posições fora de balanço do FED (*Memorandum items*) foram pouco significativas quando comparadas às variações nos volumes de itens do balanço nesse período.

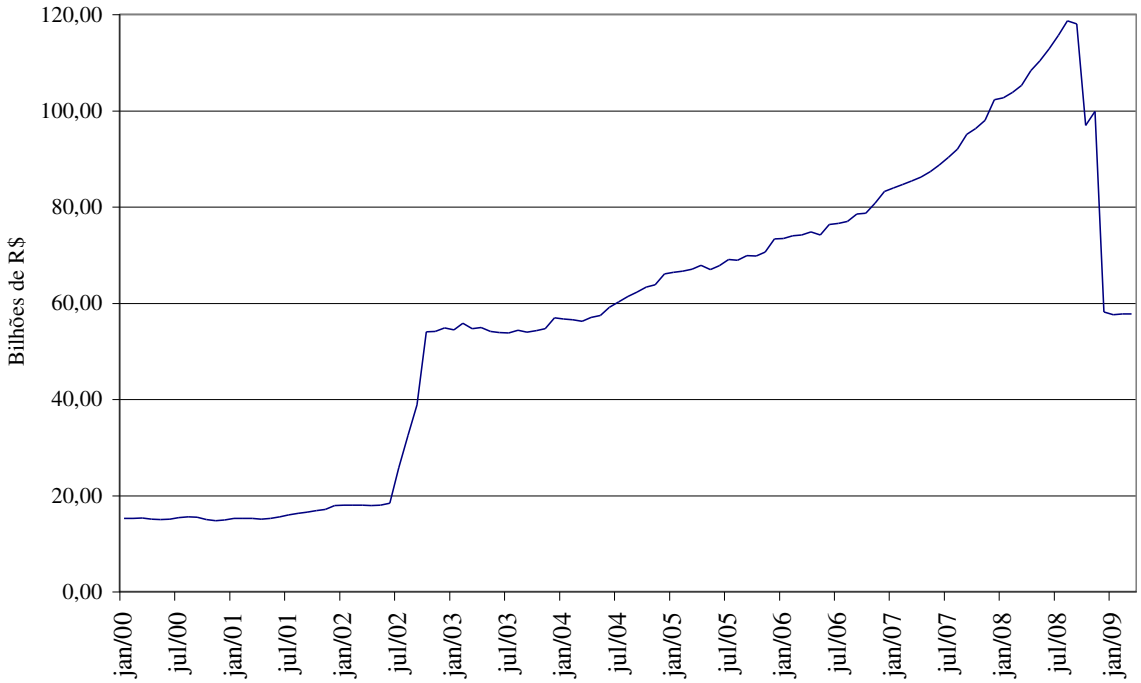
repatriada para o sistema bancário norte-americano e alimentou as reservas totais dos bancos, conforme se vê no balanço do Fed. Há ao menos dois motivos para essa deficiência nas reservas compulsórias: a falta de exigências sobre o uso de inovações como os derivativos de crédito; e a imprevisibilidade da variação na preferência por liquidez como a gerada após as falências bancárias em setembro de 2008. Mesmo que se corrijam as distorções atuais, outras inovações podem surgir no futuro e novamente enfraquecer o mecanismo do depósito compulsório. Portanto, a exigência de reservas compulsórias, do mesmo modo que as exigências de capital mínimo, não são suficientes para manter a estabilidade financeira.

No Brasil, a preferência por liquidez tem um comportamento diferente do norte-americano. A base sobre a qual são exigidas as reservas compulsórias são os depósitos à vista, os depósitos a prazo e os depósitos de poupança. Em março de 2009, bancos pequenos, com depósitos à vista abaixo do montante de R$ 44 milhões, total de depósitos a prazo abaixo de R$ 30 milhões e com saldo nulo em depósitos de poupança, eram isentos da exigência de manter reservas compulsórias. As taxas exigidas sobre os saldos são bem mais altas que no sistema bancário norte-americano: 42% sobre o saldo dos depósitos à vista que ultrapassar a faixa de isenção de R$ 44 milhões, 15% do saldo dos depósitos a prazo que exceder os R$ 30 milhões de isenção e 20% sobre o saldo dos depósitos de poupança.

Como se vê no gráfico 9, nos primeiros anos do século XXI[46], o total de depósitos compulsórios no Brasil tem se mantido em níveis semelhantes ou maiores que nos Estados Unidos - ver também o gráfico 7 e considerar que o dólar variou de R$ 3 em 2004 a R$ 1,6 em 2008 – apesar de o sistema bancário brasileiro ser muito menor que o norte-americano. Ou seja, proporcionalmente ao tamanho da economia e do sistema bancário, as reservas exigidas pelo Banco Central do Brasil são muito maiores que as exigidas pelo Fed.

[46] O grande aumento de depósitos compulsórios no segundo semestre de 2002, para conter a especulação cambial que ocorria, se deve à: exigência 'adicional', instituída através da Circular 3144 do Banco Central do Brasil, e que recebe remuneração igual a da taxa básica de juros; aumento de exigência de 10% para 15% sobre os depósitos a prazo, Circular 3127.

Gráfico 9 - Total dos depósitos compulsórios em moeda no Brasil entre 2000 e 2009.



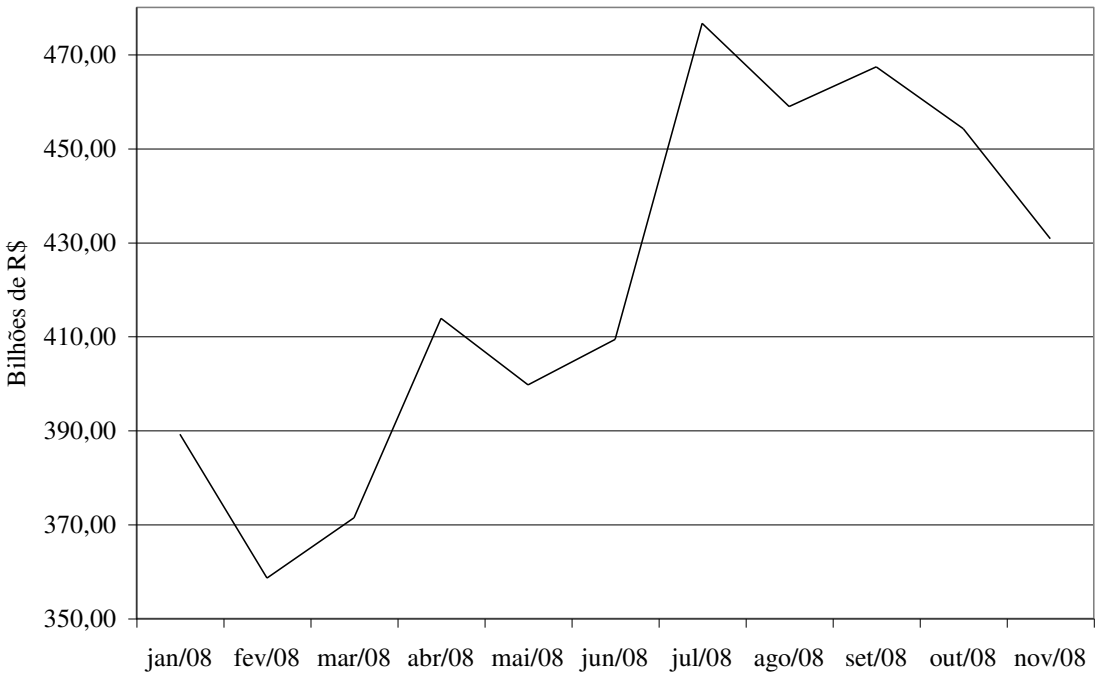
Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos em https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries, série 1828 – base monetária ampliada - depósitos compulsórios em espécie (saldo em final de período).

Nota-se também que, após setembro de 2008, houve uma queda no total de depósitos compulsórios exigidos. No início de outubro de 2008, a exigência 'adicional' de depósitos compulsórios sobre depósitos a prazo, depósitos de poupança e recursos à vista permaneceu com alíquotas de 8%, 10% e 8% respectivamente, mas o valor a ser deduzido do cálculo passou de R$ 100 milhões para R$ 300 milhões. Em 13 de outubro, as deduções passaram de R$ 300 milhões para R$ 1 bilhão. Em dezembro de 2008, essa exigência 'adicional' deixou de ser recolhida em moeda e passou a ser recolhida em títulos públicos. Os depósitos a prazo tiveram suas deduções aumentadas de R$ 700 milhões para R$ 2 bilhões em 17 de outubro. Em novembro, a exigência de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista passou de 45% para 42%. Houve também reduções de compulsório durante um prazo estipulado que buscavam incentivar bancos grandes a comprar carteiras de crédito de bancos pequenos e, portanto, conceder-lhes liquidez (Circular 3427 de dezembro de 2008).

Todas essas medidas produziram uma queda de R$ 61 bilhões nos depósitos compulsórios mantidos em moeda central entre o fim de agosto de 2008 e o fim de janeiro de 2009.

O comportamento das reservas totais – inclui tanto as livres quanto às compulsórias - dos bancos brasileiros criadores de moeda também seguiu um movimento oposto ao do sistema financeiro norte-americano. A tendência apresentada pelo montante de reservas bancárias totais[47] foi de queda ao fim de 2008 no Brasil, segundo o gráfico 10.

Gráfico 10 – Reservas totais dos bancos criadores de moeda no Brasil.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries, série 1874 - bancos criadores de moeda – reservas[48].

[47] Os dados de reservas bancárias totais no Brasil compreendem as disponibilidades do sistema bancário na tesouraria das instituições ou depositadas no Banco Central. Inclui caixa, reservas livres e compulsórias em espécie, depósitos voluntários e compulsórios do sistema brasileiro de poupança e empréstimo e financiamentos concedidos ao Banco Central em operações compromissadas com títulos públicos.

[48] Entre os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil, há a série 1815 - Fatores condicionantes da base monetária - depósitos de instituições financeiras (saldo em final de período) – que não foi utilizada aqui por excluir as reservas bancárias sobre depósitos à vista, ao passo que a série 1874 inclui: as disponibilidades do sistema bancário no ativo das instituições ou depositadas no Banco Central, dentre as quais, caixa, reservas livres e compulsórias em espécie, depósitos voluntários e compulsórios do sistema brasileiro de poupança e empréstimo – SBPE e financiamentos concedidos ao Banco Central em operações compromissadas com títulos públicos.

Conforme se observa na série temporal 1859 do Banco Central do Brasil – crédito aos bancos criadores de moeda – a concessão de empréstimos de última instância praticamente não foi utilizada (saldo de R$ 85 milhões em setembro e R$ 44 milhões em dezembro). A autoridade monetária tampouco concedeu crédito a instituições não bancárias[49]. Apesar da liberação dos depósitos compulsórios, de acordo com o gráfico 10, houve uma redução na liquidez total dos bancos, junto ao Banco Central, no montante de R$ 36 bilhões entre setembro e novembro de 2008. Uma das contrapartidas encontra-se na série 1811 – que reflete as transações de compra e venda de moeda estrangeira realizadas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio[50] - onde se verifica uma redução de US$ 35 bilhões no mesmo período. Esse movimento correspondeu a um aumento de preferência por liquidez, considerando que o dólar é uma moeda com mais liquidez que o real. Numa atuação anticíclica, no período entre o fim de outubro de 2008 e o fim de abril de 2009, o Federal Reserve estabeleceu um *swap* de US$ 30 bilhões por reais com o Banco Central do Brasil[51].

Portanto, o problema de liquidez verificado no Brasil entre setembro de 2008 e o fim de janeiro de 2009 foi enfrentado pelo Banco Central do Brasil (BCB) com a liberação de R$ 61 bilhões em depósitos compulsórios e fornecimento de US$ 46 bilhões[52] no mercado interbancário de câmbio. O canal de transmissão de política monetária via taxa básica de juros – a SELIC – não foi utilizado, pois a mesma foi mantida constante em 13,75% entre 11 de setembro de 2008 a 21 de janeiro de 2009. Entretanto, a distribuição pelo mercado de recursos liberados dos depósitos compulsórios é difícil num período de grande receio de inadimplência. O arranjo institucional do sistema financeiro ajudou, pois o Brasil dispõe de dois grandes bancos públicos (no início da crise, maiores em ativos que os demais bancos privados) e um Fundo Garantidor de Créditos (FGC) que puderam colocar o bem público

[49] As séries 1860 e 1861, créditos a outras instituições bancárias e créditos a instituições financeiras não bancárias, respectivamente, encontravam-se zeradas entre setembro e dezembro de 2008.
[50] Existem outras séries como: a 1855 - contas analíticas - autoridade monetária - Ativos externos, que compreende os haveres líquidos e de curto prazo, incluindo ouro, posições no FMI, as disponibilidades e os DES (Direitos Especiais de Saque – moeda escritural emitida pelo FMI), os depósitos de aviso prévio, a prazo fixo e de curto prazo, *discount notes*, entre outros; ou a 3546 - reservas internacionais - conceito liquidez, que representa o somatório dos ativos aplicados em títulos e na forma de depósitos a prazo. A série 1811 foi utilizada no texto porque é a que se relaciona de maneira mais estreita com o sistema interbancário doméstico.
[51] Ver http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081029b.htm.
[52] Valor aproximado da variação da série 1811 do BCB no período entre setembro de 2008 e final de janeiro de 2009.

da estabilidade financeira acima do interesse de lucro para realizar a tarefa de distribuir liquidez aos bancos menores. Mas foi um sucesso relativo e o problema continuava em março de 2009, como atesta a reportagem da Folha de S.Paulo (27/03/2009: B7), confirmada pela Circular 3447/2009 do BCB:

> "O BC já havia tentado restabelecer as condições de crédito aos bancos pequenos por meio da liberação de depósitos compulsórios, da compra de carteiras de crédito dessas instituições financeiras por grandes bancos, além do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal e até pelo próprio FGC. [...] 'A liberação de compulsórios restabeleceu a liquidez a esses bancos. Agora, procuramos restabelecer o *funding* [condições de captação]. São medidas complementares', disse o diretor de Normas do BC, Alexandre Tombini [...] Devido às dificuldades que os bancos de menor porte ainda enfrentam para captar recursos no mercado, o BC prorrogou ontem [para até 30 de junho de 2009] a validade da medida que dá desconto no compulsório a ser recolhido por grandes instituições financeiras que injetem dinheiro em seus concorrentes pequenos e médios".

A redução de exigência de depósitos compulsórios foi uma atuação anticíclica e discricionária do BCB. Contudo, essa não é uma ação completa e direta como a concessão de empréstimos de última instância, que injeta os recursos diretamente no banco com restrição de liquidez. A liberação de compulsórios ocorre principalmente para os grandes bancos e os menores dependem da solidariedade de mercado. Este é um problema semelhante à corrida bancária, pois, em geral, antes de sofrer com os saques de depósitos, os bancos vistos como ilíquidos padecem de crédito no mercado interbancário. Conforme Marini (2003:131), que utilizou a Teoria dos Jogos em um contexto de corrida bancária, há, nesse problema, uma infinidade de equilíbrios de Nash, isto é, os depositantes e, portanto, também o sistema interbancário carece de coordenação. No caso brasileiro, a liquidez via mercado interbancário ocorreu a partir do incentivo de compra de carteiras de crédito dos bancos pequenos pelos bancos maiores. Mas quem assume o possível custo das inadimplências? Seriam esses custos compatíveis com o benefício da liberação de compulsórios? Num período onde as convenções de mercado se enfraquecem e a incerteza aumenta, a tendência é de preferência por liquidez. A compra de carteiras por instituições

privadas só ocorre se o preço for muito baixo a ponto de cobrir as piores previsões econômicas de um período já pessimista e isto leva a deflação de ativos e a recessão. Quem atua contra essa tendência obrigatoriamente tem o bem público como um valor maior que o próprio lucro, ou seja, é o Estado. Do ponto de vista de custo para o Estado, é quase[53] indiferente se o risco de crédito das carteiras adquiridas fica com um banco público ou com o BCB. E, no atual arranjo institucional, o órgão do Estado incumbido de cuidar da estabilidade financeira como um bem público é o Banco Central. Por isso, se não existissem os bancos públicos, ou a preferência por liquidez tivesse um aumento mais vigoroso e se tornasse maior que os depósitos compulsórios retidos pelos pequenos bancos, ou se o sistema bancário brasileiro tivesse participado mais intensamente de inovações como as securitizações de crédito, seria necessário que o BCB concedesse empréstimos de última instância.

Claro que exigir depósitos compulsórios, ou a manutenção de índices mínimos de liquidez em balanços, ou a obrigatoriedade de contribuir para um fundo garantidor de depósitos são políticas benéficas, pois obriga o sistema bancário a arcar ao menos em parte com os custos da externalidade que gera ao conceder créditos: o aumento do risco sistêmico. A demanda por reservas no sistema interbancário é altamente inelástica, isto é, aumentos na preferência por liquidez na economia têm que ser atendidos com a emissão de reservas pelos bancos centrais a fim de manter a estabilidade sistêmica, ou seja, a ordem nos sistemas de pagamentos, a liquidez dos sistemas bancários e a estabilidade das taxas de juros interbancárias. E variações na preferência por liquidez dependem de alterações de comportamento convencional e de formação de expectativas como as que ocorreram após julho de 2007, com a crise dos créditos *securitizados*, e após setembro de 2008, com a quebra do Banco Lehman Brothers nos Estados Unidos. Essas variações de comportamento convencional não eram e não foram previstas por modelos estocásticos de risco. Quem vislumbrou a crise, ou não fez uso de modelos matemáticos, ou o fez através de modelos de fluxos e estoques. Um exemplo do primeiro caso é o economista Nouriel Roubini que não fez uso de modelos matemáticos:

[53] Não chega a ser totalmente indiferente porque os bancos públicos brasileiros possuem acionistas minoritários que podem arcar com parte do prejuízo.

> "Em 7 de setembro de 2006, Nouriel Roubini, um professor de economia na Universidade de Nova York, esteve diante de uma audiência de economistas no Fundo Monetário Internacional e anunciou que uma crise estava em gestação […] A audiência parecia cética, parecia até mesmo repudiar […] Quando o economista Anirvan Banerji fez sua réplica ao discurso de Roubini, ele chamou a atenção que as predições de Roubini não tinham feito uso de modelos matemáticos e refutou suas idéias como sendo as de um pessimista de carreira" (Mihm, S.,2008:MM26).

E um exemplo do segundo caso é o trabalho de Godley & Zezza (2006:3):

> "Pode facilmente ocorrer que, se os preços das casas pararem de subir ou se a relação de obrigações financeiras [dos moradores e proprietários de imóveis] publicados pelo Fed continuar a subir, a relação entre dívida e renda cairá nos próximos anos, como caiu no final dos anos 1980 e início dos anos 1990".

Da mesma forma, também não é possível calcular *ex-ante* os valores a serem exigidos de reservas compulsórias, ou índices mínimos de liquidez, ou valor de contribuição a um fundo garantidor de depósitos que sejam suficientes para suprir a demanda por liquidez que surge durante tais crises. O melhor que se pode fazer é manter os valores exigidos em níveis que cubram as demandas por liquidez que ocorreram em crises passadas, mas isso não é garantia se a próxima crise for pior. Além disso, reservas compulsórias também são suscetíveis, como demonstrou a história americana dos anos 1960 e 1970, ao uso de inovações financeiras para contorná-las.

A discussão sobre a realização dos empréstimos de última instância por um fundo garantidor de crédito como o FGC no Brasil ou o FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation - nos Estados Unidos é tratada nos capítulos correspondentes à função de empréstimos de última instância. Considerações sobre preferências por moedas mais líquidas que a moeda nacional e custos para a sociedade das atuações anticíclicas do BCB também ficam também reservadas a outro capítulo.

Da mesma forma que o Federal Reserve dos EUA, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil não exigem que os bancos mantenham reserva compulsória sobre operações de derivativos de crédito. Mas o mercado de securitizações de crédito brasileiras era incipiente, principalmente se comparado com o mercado norte-americano.

2.1.2 - Índices Mínimos de Liquidez

Excetuando-se as reservas compulsórias, que no caso dos Estados Unidos podem, em uma pequena fração, serem mantidas nas tesourarias dos bancos, nem o Brasil, nem os EUA mantém exigências de índices mínimos de liquidez sobre os balanços bancários. Ao longo do Manual de Supervisão de Bancos Comerciais do Fed (Fed, 2003: seção 4020.1 :4), recomenda-se aos supervisores que verifiquem se os bancos possuem políticas de avaliação e administração de seus riscos de liquidez. Mesmo o Comitê de Basiléia, em suas várias edições de Princípios de Gestão e Supervisão Saudável de Risco de Liquidez ao longo dos anos 1990 e 2000, não estabeleceu uma relação mínima entre ativos líquidos e/ou passivos líquidos, por exemplo. Após a crise dos créditos *securitizados*, alguns analistas passaram a sugerir que tais índices sejam adotados.

> "[...] Eu proponho que exigências mínimas de liquidez de *funding* e liquidez de ativos ou de mercado sejam impostas sobre, respectivamente, o lado dos passivos e o lado dos ativos dos balanços de todas as grandes instituições financeiras altamente alavancadas. Estas exigências de liquidez deveriam ser apertadas e afrouxadas de maneira contra-cíclica [...] É possível que Basiléia II seja revisada em breve para incluir exigências mínimas de liquidez de *funding* e de liquidez de ativos de bancos e outras instituições financeiras altamente alavancadas" (Buiter, 2009a:509).

Vamos deixar a discussão sobre a liquidez de mercado para a próxima seção, que trata de operações de mercado aberto. Sobre a liquidez de *funding*, nos casos brasileiro e norte-americano, os depósitos compulsórios funcionam como exigências mínimas de liquidez de *funding* e a atuação dos bancos centrais foi no sentido contra-cíclico, isto é, de liberar liquidez no período de crise, embora, no caso norte-americano, o nível mínimo exigido

anterior à crise era muito baixo para cobrir a necessidade que se seguiu. O problema está, conforme já discutimos, em como estabelecer os valores mínimos das relações de liquidez a serem exigidas. Buiter (2009a: 510) acredita que:

> "Variações contra-cíclicas de exigências de capital ou liquidez podem ser impostas de maneira discricionária pelo banco central ou ser constituídas em uma norma [...] Um exemplo de tal estabilizador financeiro automático é o proposto por Charles Goodhart e Avinash Persaud [...]".

Com relação à atuação discricionária e contra-cíclica dos bancos centrais na determinação da liquidez exigida, vimos que as normas já existem e foram utilizadas no período de crise: houve redução de exigência de depósitos compulsórios. Os problemas referentes à constituição de reservas de liquidez no período anterior à crise dependem, nesse caso, da visão sistêmica do banco central: tanto no sentido de tempo (ciclo econômico inteiro), quanto no sentido espacial (crescimento de renda e riqueza diversificado e sustentável). Porém, no que tange a implementação de 'estabilizadores financeiros automáticos' temos algumas restrições.

> "O propósito do exercício não é extinguir o ciclo [econômico], mas constituir reservas e frear os empréstimos bancários durante a alta de preços de ativos para liberá-los durante as depressões de preços [...] O núcleo da exigência de sensibilidade ao risco deveria estar relacionada às taxas de crescimento dos empréstimos bancários e dos preços de ativos" (Goodhart & Persaud, 2008).

Sabemos que a estabilidade financeira depende, no curto prazo, de convenções que se estabelecem nos mercados, contribuindo para a formação de expectativas e preços, e, no longo prazo, da boa distribuição de riqueza e renda, para não haver estrangulamento de setores importantes e aumento de inadimplências. As exigências regulamentares estáveis contribuem para a formação das convenções financeiras. Estas convenções deveriam levar à boa distribuição de riqueza e renda. Mas a boa distribuição só é percebida em uma visão abrangente de todo o sistema econômico e que, em geral, não cabem nas simplificações necessárias às construções dos modelos automáticos.

A proposição de Goodhart & Persaud possui uma visão de tempo abrangente (está focada no movimento de alta e baixa do ciclo econômico), mas carece de uma referência abrangente dos problemas econômicos (não há distinção de quais tipos de empréstimos e quais ativos estão tendo alta de preços, nem se o crescimento de preços de ativos é maior que o crescimento da renda na economia real) necessária para ajustar um problema complexo a um modelo. Na falência do Banco Continental Illinois, por exemplo, os ativos que sofreram maiores altas e baixas de preço eram os relativos ao setor de energia (petróleo), ao passo que, mais de vinte anos depois, na falência do Banco Lehman Brothers, os ativos com preço mais volátil foram os imóveis. O uso de uma cesta que engloba o crescimento de todos os ativos do banco pode diluir a sensibilidade a alta de preços de um deles. Além disso, o modelo proposto por Goodhart & Persaud não é garantia que a liquidez armazenada durante o período altista será suficiente para contrapor as necessidades do período baixista e nem considera os efeitos de uma exigência variável de liquidez na formação das convenções financeiras.

Normas com exigências de liquidez estáveis, mas alteradas gradualmente por um banco central que tenha visão dos desequilíbrios sistêmicos, acrescidas da participação de empresas financeiras públicas no mercado[54], ou mesmo normas que imponham um teto a alguns tipos de operações de crédito nos parecem ser meios mais efetivos e estáveis de se conduzir o comportamento do mercado financeiro para um crescimento menos turbulento.

2.2 - Liquidez e as operações de mercado aberto e interbancário

A liquidez pode ser suprida na economia através da compra, pelo banco central, de títulos de dívida vendidos pelo sistema financeiro. Ao pagar pela compra de títulos, o banco central emitirá reservas ou papel-moeda. Os títulos usados nessas operações são em geral de dívidas de governo, pois, classicamente, o banco central é o banqueiro do governo e o banco dos bancos, isto é, concede apenas empréstimos ao governo e ao sistema bancário, e não diretamente ao público.

[54] A atuação da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil durante a crise de 2008 é um exemplo.

> "As operações são feitas em títulos nacionais, primariamente títulos do Tesouro dos EUA e títulos de agências Federais [...] Praticamente todos os títulos nacionais mantidos pelo Federal Reserve são títulos do Tesouro, com partes quase iguais de notas do Tesouro e cupons do Tesouro [...]" (Edwards, C.L., 1997:862).

No caso dos Estados Unidos, a Seção 14 do Federal Reserve Act, permite, de acordo com Fed (2002: 2-26), que o Federal Reserve atue no mercado aberto com títulos privados:

> "Qualquer banco do Federal Reserve pode, sob regras e regulamentos prescritos pelo Board of Governors do Federal Reserve System, comprar e vender [títulos] no mercado aberto, nacional ou internacionalmente, de ou para bancos, firmas, corporações ou indivíduos nacionais ou estrangeiros, transferências e aceites bancários e letras de câmbio dos tipos e maturidades que esta Lei fazem elegíveis para redesconto com ou sem endosso de um banco membro".

Entretanto, a aceitação de títulos ou créditos privados por um banco central, em geral e inclusive no Fed, ocorre apenas nas operações de empréstimo em última instância, onde esses títulos ou contratos são cedidos por bancos como garantia do empréstimo tomado nos bancos centrais. Um dos motivos é que títulos de governo são os de menor risco de crédito em uma economia, já que toda a sociedade deve impostos ao governo e o banco central, que tem poder de emitir a moeda que serve de pagamento aos títulos, é também um órgão público. Conforme o Fed (2002:2-1):

> "Risco de crédito é um produto em todos os instrumentos de crédito que considerarmos, exceto para títulos do Tesouro e outros contratos que são baseados na plena fé e crédito do governo dos Estados Unidos".

Outro motivo para que os bancos centrais não incluam nas suas operações de mercado aberto a compra e venda de títulos privados pode ser, por exemplo, a crença que o sistema financeiro, por ter contato mais próximo com o devedor, tem condições privilegiadas de

avaliar seu risco de crédito e, portanto, melhor condição de alocar os recursos entre setores e agentes de uma economia.

> "6. O Desk[55] também está autorizado a conduzir operações limitadas em aceites bancários, e foi muito ativo nesse mercado até 1977, quando o FOMC decidiu descontinuar as compras definitivas em circunstâncias normais. Transações com aceites bancários não contribuíram materialmente para obter as reservas desejadas por longo tempo, e o FOMC notou que o mercado tinha se tornado mais maduro e eficiente e não precisava mais do apoio das operações do Federal Reserve. Motivações similares levaram ao FOMC descontinuar as compras temporárias de aceites bancários em 1984. O Federal Reserve também mantém títulos em moedas estrangeiras. Compra e venda desses títulos não são consideradas operações de mercado aberto" (Edwards, 1997:862).

Assim, à política monetária caberia a função de alocar os recursos num sentido macroeconômico, buscando a estabilidade de preços, o crescimento econômico, o pleno emprego e o equilíbrio exterior.

O Federal Reserve, conforme Edwards C.L. (1997:863), também procura manter em sua carteira principalmente os títulos do Tesouro com prazo mais curto, pois em períodos onde há aumentos repentinos de incerteza, como foi durante a falência do Banco Continental Illinois nos anos 1980, esses títulos são mais procurados pelo mercado, e portanto mais facilmente negociáveis, que os de longo prazo.

Ao controlar o preço dos títulos de dívida do governo mediante a compra e venda no mercado aberto, o banco central está também controlando a taxa de juros de referência da economia, ou taxa básica. Todos os agentes que contraem crédito pagam aos bancos uma taxa de juros maior que a taxa básica e os bancos medem seus custos de captação de recursos como frações dessa taxa. A diferença média entre os custos de captação e as taxas cobradas nos empréstimos se constitui no *spread* bancário.

[55] Desk é o *Domestic Trading Desk* localizado no Federal Reserve Bank de Nova York e que tem autorização do FOMC – Federal Open Market Commimtee – para executar as operações de mercado aberto nos Estados Unidos.

Para diminuir a taxa básica de juros, o banco central compra mais títulos do governo e, ao pagá-los, gera liquidez (a moeda é mais líquida que os títulos públicos), mas deixa ao mercado financeiro a tarefa de distribuí-la. A eficiência dessa distribuição depende da eficiência do mercado financeiro que, apesar da sua sofisticação, pode apresentar falhas como as verificadas na recente crise dos créditos securitizados, surgida em função de má avaliação de ativos, de riscos, e de alocação de crédito ao longo do ciclo econômico. Além disso, sistemas que possuem oligopólios financeiros tendem a concentrar a liquidez nos bancos maiores: os bancos menores precisam que a liquidez seja redistribuída pelos bancos maiores, mas já vimos que nos momentos de crise isso não acontece, isto é, há a preferência por liquidez e não a solidariedade de mercado.

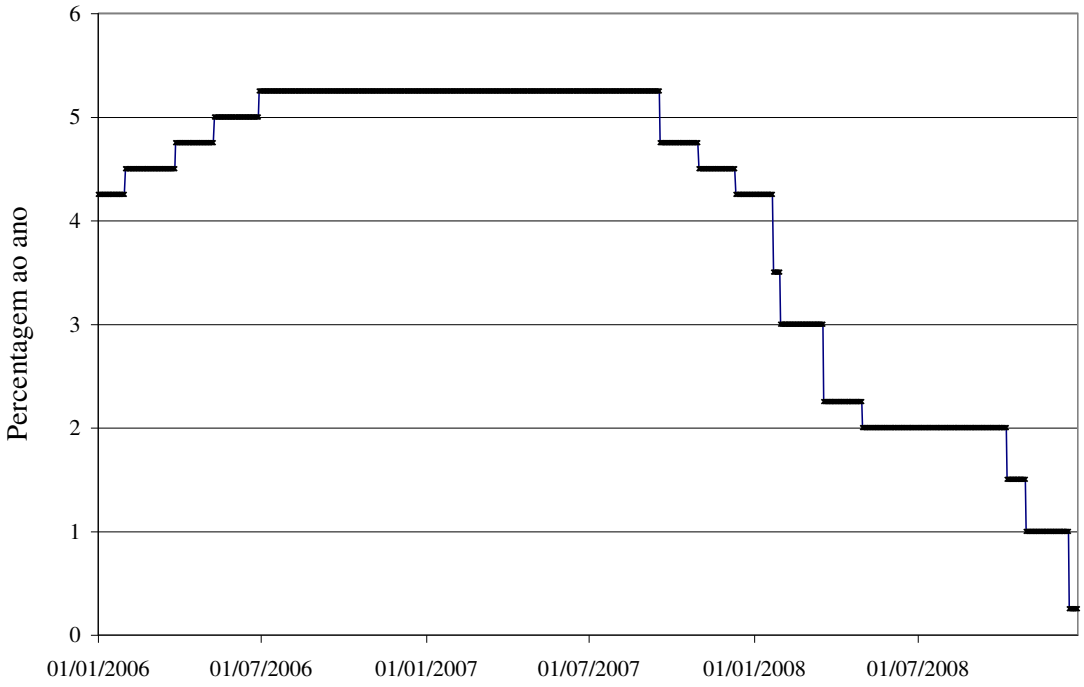
Deve-se observar, entretanto, que a moeda gerada por um banco central ao comprar títulos públicos está relacionada não só à troca de dois ativos muito líquidos, mas também à indução de um comportamento no sistema financeiro. Se os preços de títulos públicos, que têm alta liquidez, ficarem altos, representando uma baixa remuneração, é possível que os bancos sejam impelidos a adquirir ativos menos líquidos, mas que apresentem melhor renda. Caso esse movimento aconteça, os bancos criarão depósitos à vista. Contudo, se a incerteza dos bancos sobre o futuro dos preços dos ativos for alta, eles podem preferir manter em sua carteira os títulos públicos ou até mesmo moeda.

Já houve, conforme Gutmann (1994:92), três categorias de regulamentações estabelecidas no período pós-depressão dos anos 1930 nos Estados Unidos: uma continha imposições sobre alocação de crédito e taxas de juros, outra regulando o comportamento de concorrência entre instituições financeiras, e outra com normas sobre gestão de crises financeiras. No tocante a regras sobre alocação de crédito, por exemplo, houve: o Credit Control Act de 1969, que limitava o crescimento de crédito ao consumidor; aumento de exigências de margem para compra de ações financiadas em 1968 e 1971; e as Regulamentações W e X do Fed, nos períodos da Segunda Guerra Mundial e da Guerra da Coréia, respectivamente, que limitavam o período de pagamento de créditos parcelados ao consumidor. Claro que todas essas imposições se aplicavam à estrutura institucional do momento em que estavam em vigor e, provavelmente, tiveram sua eficácia reduzida ao

longo do tempo por inovações, mas elas são exemplos do que se pode fazer para melhorar a distribuição de liquidez em um mercado imperfeito.

Como já mencionado, no Brasil, no período da crise financeira entre a falência do Banco Lehman Brothers em setembro de 2008 até janeiro de 2009, as operações de mercado aberto não foram utilizadas para aumentar a liquidez no mercado financeiro (a taxa Selic não foi reduzida). No arranjo institucional brasileiro desse período, essas operações estiveram antes de tudo restritas ao regime de metas de inflação: a taxa básica de juros, a SELIC, só seria reduzida pelo Banco Central do Brasil se houvesse expectativa de que um índice de preços, o IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, ficasse abaixo da meta pré-fixada pelo Conselho Monetário Nacional.

Gráfico 11 – Metas estabelecidas nos Estados Unidos pelo FOMC para taxa de juros básica.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm .

Entretanto, nos Estados Unidos, onde a crise dos créditos *securitizados* mostrou sinais já em agosto de 2007, além dos empréstimos em última instância, as operações de mercado aberto foram utilizadas para injetar liquidez através da redução da taxa básica, o *Federal Funds Rate*, a partir de 18 de setembro de 2007, conforme se vê no gráfico 11.

Com isso, o Fed buscou reduzir o risco de uma contração na atividade econômica real e aceitou um risco maior de inflação, isto é, ponderou que em curto prazo o risco de deflação de ativos seria maior que o risco de inflação[56]. Essa política foi duramente criticada em agosto de 2008 por Buiter (2009a:612):

> "Do ponto de vista da estabilidade macroeconômica, as decisões do Fed são difíceis de se entender em termos de seu mandato oficial (crescimento sustentável/nível de empregos e estabilidade de preços) [...] Os cortes excessivamente agressivos de taxa de juros do Fed refletem pressões políticas (o Fed é o menos operacionalmente independente dos três bancos [Fed, Banco da Inglaterra e Banco Central Europeu] centrais), excesso de sensibilidade às preocupações do setor financeiro (refletindo captura cognitiva da regulamentação) e falhas no entendimento do mecanismo de transmissão pelos membros-chave do FOMC".

Buiter propõe que o uso da *Federal Funds Rate* seja apenas para o controle macroeconômico (inflação inclusive) e os empréstimos de última instância e operações de *market maker* de última instância[57] – que usa o mercado aberto como um criador de convenções de última instância - seriam para controlar o sistema financeiro. A atividade econômica, segundo Buiter (2009a:551), deveria cair e permanecer deprimida por tempo suficiente para corrigir os desequilíbrios fundamentais da economia americana: a balança comercial, o excessivo endividamento das famílias, e a baixa taxa de poupança nacional. Os problemas de liquidez deveriam ser resolvidos pelo Fed e os de insolvência de empresas sistemicamente importantes pelo Tesouro: as posições de falta de liquidez atendidas pelo Fed e que mais tarde se descobrissem tratar, na verdade, de insolvência, seriam vendidas ao Tesouro a fim de dar mais transparência aos custos de gestão da crise.

[56] No primeiro semestre de 2008, havia uma pressão inflacionária devida a um retorno da alta dos preços de commodities após uma queda em agosto de 2007. Para Buiter (2009:561), o FED subestimou essa inflação ao longo dos anos 2000 porque monitorava apenas o núcleo da inflação e não a inflação 'cheia', que incorpora também os preços das commodities.

[57] O termo utilizado foi *market maker* de última instância e não comprador de última instância porque, segundo Buiter, essas operações de compra são, em geral, temporárias, isto é, realizadas através de compra com acordo de revenda.

Em nosso ponto de vista, essa divisão de alocação de custos entre governo, banco central ou fundo garantidor de depósitos pode ser feita a *posteriori*, como já ocorreu nos anos 1980 com a falência do Banco Continental Illinois. A idéia da transferência posterior seria deixar as possíveis políticas de incentivos fiscais com o Tesouro, mas, em se tratando de empresas financeiras, o banco central pode agir mais prontamente que o Tesouro e o fundo garantidor de depósitos, pois detém a capacidade de gerar moeda, as informações do sistema de pagamentos[58] e a visão global do sistema financeiro.

Em Buiter (2009a:522), as instituições financeiras só deveriam manter ativos líquidos para a gestão das suas operações em condições normais, pois, como a falta de liquidez em períodos de crise é uma falha de mercado, é mais eficiente que os bancos centrais a forneçam. Entretanto, o Fed não deveria fornecer liquidez de maneira indiscriminada, como ocorre com a redução do *Federal Funds Rate* via de operações de mercado aberto, mas através de operações de *market maker* de última instância:

> "Se não existe preço de mercado para avaliar títulos ilíquidos, o banco central organiza leilões reversos[59] que atuam como mecanismos de descobrimento de valor [...] Não há necessidade do banco central saber mais sobre o valor dos títulos que os seus vendedores, ou, na verdade, do banco central saber absolutamente nada" (Buiter, 2009a:525).

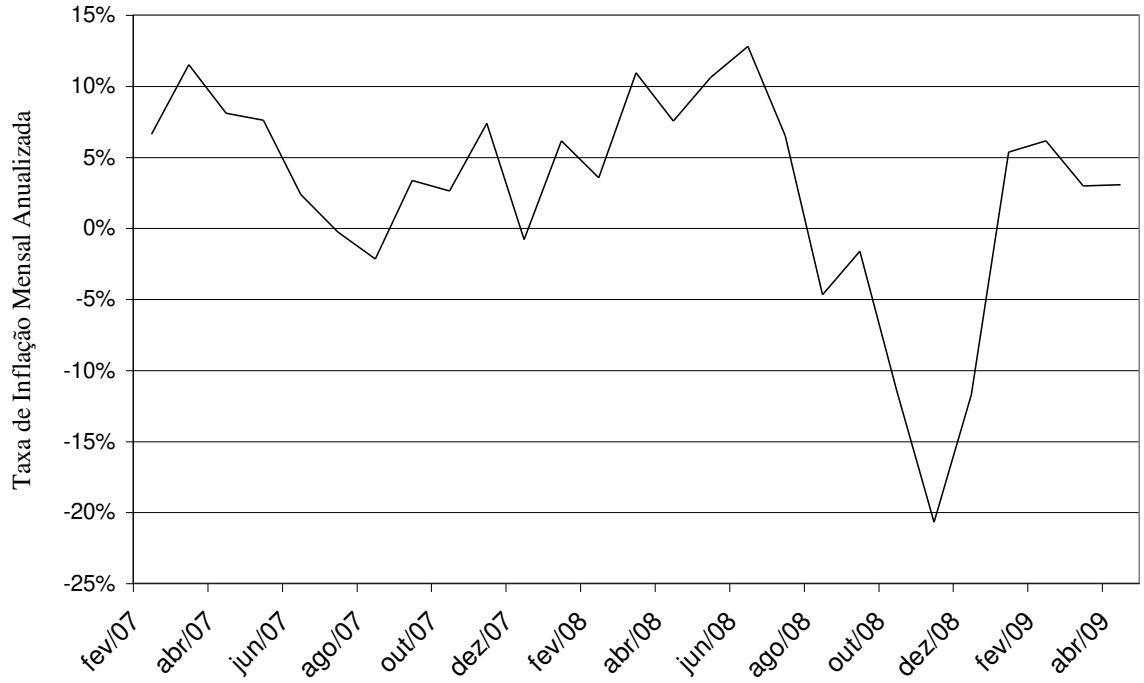
O risco moral seria limitado porque, para a compra dos títulos, o Fed deveria impor condições punitivas como exigências sobre as contrapartes elegíveis, ou exigências de taxas e descontos sobre valores de avaliação.

Se considerarmos que o texto de Buiter foi preparado para um simpósio em agosto de 2008 e observarmos o comportamento do *Consumer Price Index* dos Estados Unidos entre 2007 e 2008, no gráfico 12, vemos que, se a *Federal Funds Rate* visasse apenas a controlar a taxa de inflação, ela deveria realmente ser reduzida como decidido pelo FOMC, pois houve uma

[58] Mesmo que em algum país o sistema de pagamentos não seja operado pelo banco central, as contas-reserva onde as operações desse sistema são liquidadas pertencem ao balanço do banco central.
[59] No leilão reverso o banco central oferece um valor baixo por um título e, em seguida, vai aumentando sua oferta até conseguir vendedores dispostos a fornecer a quantidade de títulos desejada.

forte deflação após julho de 2008 alimentada, também, pela falência do banco de investimentos Lehamn Brothers em setembro de 2008. Porém, isso não invalida os argumentos de Buiter para que se melhore a gestão de liquidez feita pelos bancos centrais nos tempos de crise, tornando-a mais eficiente e justa socialmente.

Gráfico 12 – Inflação Mensal Anualizada nos Estados Unidos entre 2007 e 2009.



Fonte: Elaboração a partir de dados do Bureau of Labor Statistics obtidos em ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiai.txt.

O texto de Buiter talvez subestime um pouco a importância das expectativas em relação ao futuro na formação de preços de ativos e as substitua pela crença de que há um valor a ser descoberto pelo banco central no leilão reverso. O que os vendedores dos títulos saberiam a mais que o banco central durante esse leilão reverso? Devem saber quão agudas são suas necessidades de liquidez. Se a necessidade for muito grande, os títulos podem ser vendidos por preços muito baixos e estabelecer novos patamares na deflação de ativos que outras empresas também possuem. O *market maker* de última instância tem o poder de estabelecer o preço dos títulos que negocia e, assim, deveria tentar manter valores onde as instituições que julga serem sistemicamente importantes continuem solventes. É mais provável que o banco central tenha essa visão sistêmica, ou ao menos deveria ter, do que os agentes que

vendem títulos no leilão reverso. Essas aquisições de títulos pelo banco central são feitas com compromisso de recompra pela instituição financeira e, portanto, significa tanto injeção temporária de liquidez e quanto uma formação de preço de ativos. As instituições financeiras que não tiverem condições de recomprar seus títulos no futuro podem ser declaradas insolventes e tomadas de seus acionistas e gestores pelo banco central. Mas a prioridade, na recessão, está em recriar convenções para substituir as que se desfizeram e reorganizar o mercado, não está em punir agentes que se arriscam em demasia na esperança de que se lembrem disso durante a próxima fase de euforia econômica. Melhor punição seria aplicar uma regulamentação e supervisão que impeçam exageros do mercado financeiro antes da crise ocorrer. Infelizmente essa regulamentação, por mais abrangente que seja e inclua, por exemplo, remuneração máxima permitida a gestores financeiros ou limitações sobre agências de classificação de risco de crédito, tem de estar em contínua evolução para tentar acompanhar a dinâmica dos mercados, que está sempre um passo a frente. Por isso, a participação dos governos nos mercados financeiros através de agências e bancos públicos representa uma possibilidade a mais na tentativa de controlar as convenções financeiras.

Mas o Federal Reserve experimentou soluções híbridas entre o empréstimo de última instância e operações de mercado aberto. Com o acirramento da crise após a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, o Federal Reserve tentou conter a inadimplência e a deflação de títulos privados. Abriu, com previsão inicial para durar até 30 de janeiro de 2009, uma linha de crédito específica[60] para os bancos comerciais que comprassem, de fundos mútuos de curto prazo, notas promissórias lastreadas em ativos[61]. Possivelmente os bancos compraram títulos dos fundos mútuos em que seus clientes participavam e, assim, evitaram a venda de títulos num mercado com poucos compradores, que levaria à deflação. Essa linha foi posteriormente prorrogada até 30 de abril e depois até 30 de outubro de 2009.

Em 27 de outubro de 2008, o Fed fundou, como único proprietário e administrador, uma empresa de propósito específico, a CPFL - *Commercial Paper Funding Facility* LLC, para

[60] Linha de crédito denominada como: AMLF – *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility.*
[61] Títulos denominados em inglês, como ABCP – *Asset Backed Commercial Papers*.

receber empréstimos do Fed, de bancos e de fundos para investir na compra, direta de emissores primários norte-americanos, de notas promissórias, com ou sem lastro e com prazos de até 3 meses. Ou, dito de outro modo, é uma empresa para empréstimos de curto prazo direto a empresas não financeiras.

Em 24 de novembro, o Fed passou a oferecer uma linha de crédito – a MMIFL - *Money Market Investor Funding Facility* – para incentivar o setor privado a criar cinco empresas de propósito específico (SPV) para compra de US$ 600 bilhões cada uma em notas promissórias, certificados de depósito bancário e outros títulos emitidos por bancos. Cada SPV só pode compra títulos emitidos por dez instituições financeiras. Para cada ativo comprado pela SPV, o Fed empresta 90% desse valor ao comprar uma nota promissória sênior da SPV nesse montante e os outros 10% são emprestados pelo próprio vendedor do ativo ao comprar uma nota promissória subordinada. Ou seja, é como se houvesse uma margem de 90% sobre uma concessão de empréstimo equivalente. A vantagem desse esquema para o Fed é que o arranjo obriga os tomadores de recursos a formar um *pool* que absorve até 10% de inadimplência de toda a carteira da SPV. Só se a inadimplência passar dos 10% haverá prejuízos ao Fed. Contudo, essa linha de crédito não foi muito atraente para o mercado, pois, entre novembro de 2008 e maio de 2009, nenhuma operação desse tipo foi registrada nos balanços do Federal Reserve.

Portanto, o Fed evitou ao máximo o uso de seu poder de compra de títulos privados de curto prazo em operações de mercado aberto, mas, na prática, fez algumas intervenções de maneira quase direta.

No caso da CPFL, a totalidade dos títulos negociáveis adquiridos em 2008 foi, conforme Fed (2008:10 e 11), avaliada por:

> "[…] cotação de preços para instrumentos similares em mercados ativos, cotação de preços para instrumentos similares ou idênticos em mercados que não são ativos, e técnicas de avaliação baseadas em modelos para os quais todas as hipóteses significantes são observáveis no mercado".

Nenhum título negociável ou nota promissória foi avaliado "por preços cotados para instrumentos idênticos negociados em mercados ativos". Portanto, são títulos com pouca ou nenhuma negociação no mercado cujo preço não foi determinado, como na sugestão de Buiter, num leilão reverso.

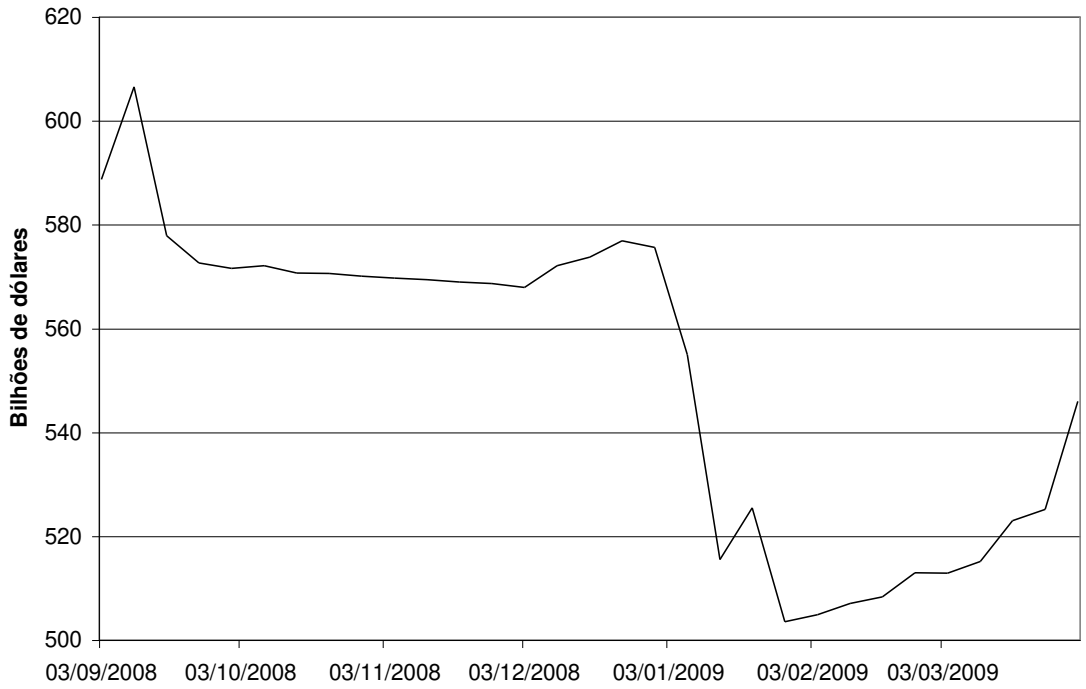
> "Devido à incerteza inerente na determinação do valor justo dos investimentos que não têm um valor justo disponível, o valor desses investimentos podem diferir significativamente dos valores que teriam sido usados caso existisse tal informação e podem ser materialmente diferentes dos valores que, em última instância, venham a ser realizados" (Fed, 2008:10).

Ou seja, há uma grande margem de manobra para o Fed estabelecer preços para os títulos comprados pela CPFL: o Fed pode determinar os descontos aplicados sobre os valores de face das notas promissórias e definir o risco de crédito atribuído a elas no momento em que contabiliza títulos com poucas referências.

O Fed anunciou, em 25 de novembro de 2008, um programa para compra direta de títulos lastreados em hipotecas (MBS – *Mortgage Backed Securities*) que as agências Ginnie Mae (estatal), Fannie Mae e Fraddie Mac (ambas sob intervenção do Estado a partir de setembro de 2008) produziram. Talvez por se tratarem de empresas inicialmente garantidas pelo Estado e, posteriormente, controladas pelo Estado, o Fed pôde tratar as MBS garantidas por elas como se fossem títulos públicos. Mas o objetivo desse programa não era de controle de taxa de juros básica como nas operações normais de mercado aberto, era de *market maker* de última instância: esperava-se aumentar a quantidade e reduzir o custo do crédito disponível para a compra de casas e, assim, melhorar as condições nos mercados imobiliários e, como conseqüência, também os mercados financeiros. A expansão desse programa foi muito rápida, pois não dependia de 'solidariedade de mercado' e, com certeza, auxiliou na formação de novas convenções financeiras. No fim de janeiro de 2009, o balanço de Fed registrava US$ 7 bilhões e, no final de maio, já totalizava quase US$ 431 bilhões.

Esse último programa de *market maker* de última instância teve importância crucial, pois enquanto não se formam novas convenções que facilitem a avaliação de ativos no mercado, as variações de preferência por liquidez influenciam a política monetária exercida através do mercado aberto. Quando a demanda por liquidez está estável e a diferença entre a taxa de juros efetiva de mercado e a *Federal Funds Rate* é positiva, isto é, a taxa de mercado está acima da taxa alvo, o *Desk* precisa comprar títulos públicos (ativos do Fed) para aumentar seu preço e, assim, reduzir a taxa de juros efetiva, aproximando-a da taxa-alvo. Nesse processo, o Fed emite moeda ou reservas bancárias (passivos do Fed). Mesmo que isso seja feito através de operações temporárias (operações de compra com compromisso de revenda, por exemplo), o efeito sobre o balanço do Fed é o mesmo: ele se expande.

Gráfico 13 – Títulos Públicos e Operações Compromissadas no Ativo do Fed[62].



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do balanço consolidado de todos os Bancos da Reserva Federal obtidos em http://www.Federalreserve.gov/releases/h41/ - para datas de 03/09/2008 a 01/04/2009.

Vemos, no gráfico 13, que a demanda do mercado por títulos livres de risco (ou procura por liquidez) cresceu de tal modo que o Fed, durante o período de redução de taxas de juros

[62] No gráfico 13, não estão incluídos os títulos, com lastro em hipotecas (MBS), garantidos pela Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae que o FED passou a registrar em seu balanço a partir de janeiro de 2009, pois eles resultam de um programa cuja meta não é controlar a *Federal Funds Rate*.

alvo de 2% em setembro de 2008 para 0,25% ao ano a partir de dezembro de 2008, não precisou comprar títulos públicos, mas, ao contrário, os vendeu. Portanto, as operações de mercado aberto, nesse período, atuaram no sentido de reduzir a base monetária.

Uma das ações do banco central norte-americano que amenizaram esse problema foi a remuneração das reservas dos bancos, tanto as compulsórias quanto as livres, a partir de outubro de 2008.

> "A Financial Services Regulatory Relief Act de 2006, originalmente autorizava o Federal Reserve a começar a pagar juros sobre reservas mantidas por instituições de depósitos a partir de 1 de outubro de 2011. A recentemente editada Emergency Economic Stabilization Act acelerou a data efetiva para 1 de outubro de 2008" (FEDERAL REGISTER, 2008, 59482).

Em outubro, o Fed remunerou as reservas livres com a metade da *Federal Funds Rate*, porém, a partir de 12 de novembro de 2008, a remuneração passou a ser a taxa plena (1% até 17 de dezembro, quando foi reduzida para 0,25%), tornando indiferente para um banco manter sua liquidez em reservas livres no Fed ou títulos do Tesouro. A redução da *Federal Funds Rate* para 0,25% tornou a remuneração das reservas bancárias praticamente inócua. A procura por títulos do Tesouro, entretanto, continuou alta mesmo remunerando a taxas tão baixas.

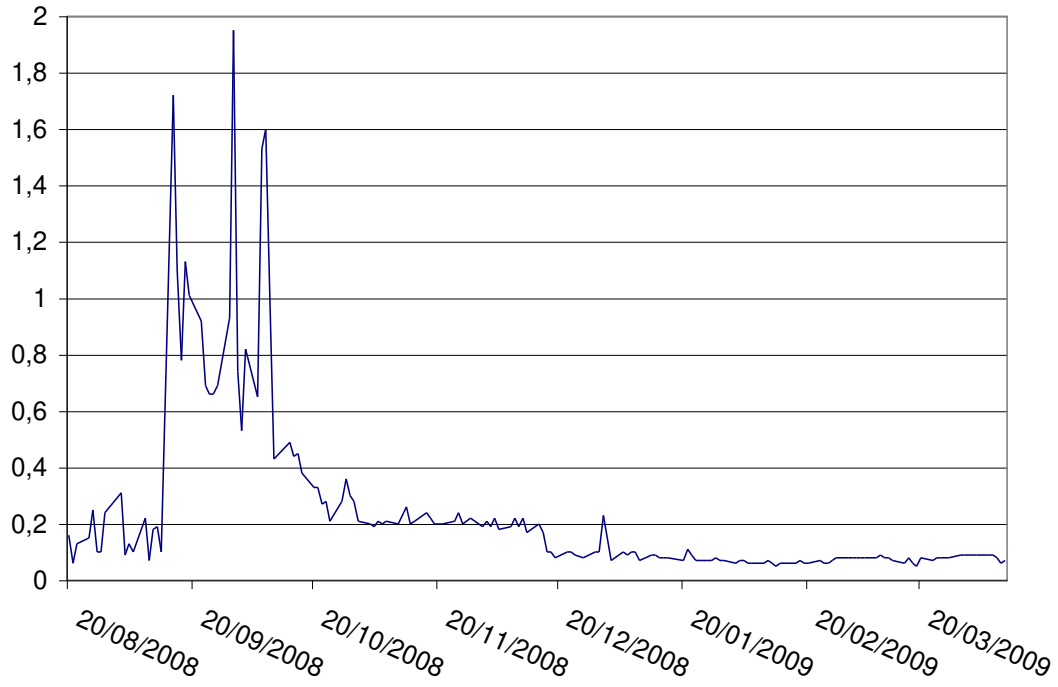
Se esse movimento continuasse, o Fed poderia ser obrigado a adquirir mais títulos junto ao Tesouro americano para manter a taxa a 0,25%. A preferência por liquidez, portanto, pode forçar não só a um aumento das reservas emitidas pelo Fed, mas, também, a uma expansão da dívida pública. Entretanto, isso foi revertido a partir de fevereiro de 2009, quando, para manter a taxa alvo determinada pelo FOMC em 0,25%, o Fed passou novamente a comprar títulos públicos do mercado financeiro.

Outro ponto onde a incerteza em relação ao futuro e a preferência por liquidez afetam as operações de mercado aberto está na volatilidade das operações. Conforme Edwards (1997:873):

> "Baixa exigência de depósitos compulsórios acompanhada pela dificuldade de prever o tamanho da demanda por pagamentos pode levar a uma volatilidade maior na *Federal funds rate* durante o dia e entre os dias [...] O nível de reservas compulsórias que podem disparar um aumento de volatilidade na *funds rate* não é claro".

A quantidade de depósitos compulsórios necessários para estabilizar as operações de mercado aberto não é previsível porque, em períodos de quebra de convenções financeiras, a demanda por liquidez também não é previsível. Edwards dá como exemplo o corte, nas exigências de depósitos compulsórios, ocorrido em 1990 nos EUA: com receio de ficarem desprovidos de liquidez no encerramento do dia, muitos bancos grandes aguardavam o desenrolar das operações até as últimas horas e, então, procuravam aplicar todas as suas reservas livres no mercado interbancário fazendo com que a taxa caísse abruptamente.

Gráfico 14 – Desvio-padrão intradia entre a taxa de juros efetiva e a *Federal Funds Rate*.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.newyorkFed.org/markets/omo/dmm/historical/Fedfunds/index.cfm.

No gráfico 14, vemos como as alterações na demanda por liquidez no mercado aberto aumentaram as dificuldades para o *Desk* manter a taxa de juros efetiva próxima da taxa alvo entre setembro e outubro de 2008.

Distribuir liquidez através da redução de taxa básica no mercado aberto tem ainda outro limite: a partir de dezembro de 2008, caso a economia norte-americana não mostrasse redução na preferência por liquidez, a capacidade de aumentar os estímulos à economia através das operações de mercado aberto com títulos públicos havia se esgotado, pois, reduzir uma taxa de juros nula, ou quase, vai transformá-la em taxa negativa e não há sentido em taxas de juros nominais negativas no mercado aberto[63]. Se o mercado carece de iniciativa para investir, o governo deve assumir esse papel até que se formem convenções de mercado de maneira semelhante ao que o governo norte-americano fez como o mercado imobiliário, utilizando o Fed e as agências Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac a partir de novembro de 2008. Se a demanda não surgisse com as taxa de juros baixas e crédito imobiliário farto, o governo também teria que tomar a iniciativa de construir obras e contratar pessoas à maneira dos anos 1930. Criar taxas de juros nominais negativas através da criação de impostos para quem armazena liquidez, como discutido em Buiter (2007:14), pode levar a fuga da moeda para um outro ativo: ouro, moedas estrangeiras, imóveis (na melhor das hipóteses), mas não garante que alguém que possua liquidez vá se lançar em projetos com risco, quando não há clareza sobre o comportamento dos demais agentes. Destruir a capacidade da moeda de ser reserva de valor, não significa ampliar investimentos.

As expectativas futuras necessárias à retomada dos investimentos privados se refletem, conforme Plihon (2004:98), na relação entre as taxas de juros de curto e longo prazos, isto é, na estrutura a termo das taxas de juros. Um banco central normalmente age diretamente sobre as taxas de juros de curto prazo.

[63] A taxa de juros real pode ser negativa se um banco central remunerar os seus passivos (papel-moeda emitido e reservas bancárias) acima da taxa que os títulos públicos pagam. O FED, ao remunerar as reservas bancárias, se aproximou disso, embora nunca chegou a manter a taxa de remuneração das reservas em patamar mais elevado que a *Federal Funds Rate*, nem remunerou o público portador de dólares. Outra forma, mais comum, de taxa de juros real negativa é remunerar os títulos abaixo da taxa de inflação, mas esta ficou negativa, isto é, houve deflação entre setembro de 2008 e janeiro de 2009.

> "A transmissão da política monetária é convencionalmente vista como fluindo das taxas de juros de curto prazo, administradas pelos bancos centrais, para taxas de mais longo prazo que influenciam a demanda agregada" (Goodfriend, 1998:13).

Vários analistas defendem que as operações com títulos de longo prazo devem ser entre o governo e o mercado, pois, se um banco central tenta reduzir as taxas de juros de longo prazo comprando, do mercado, títulos com maturidades grandes, ele passa a financiar diretamente um déficit público com expansão da base monetária. Como expansão monetária muitas vezes é associada diretamente à inflação, seria uma contradição um banco central combater inflação e ao mesmo tempo ter metas de taxas de juros de longo prazo.

Contudo, isso nem sempre é verdade: vimos que, no segundo semestre de 2008, nos Estados Unidos, houve expansão da base monetária e, ao mesmo tempo, deflação. Também há crenças de diversas ordens sobre a impossibilidade dos bancos centrais controlarem as taxas de juros de longo prazo por muito tempo. Desse modo, os estudos dos últimos anos sobre estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ), em geral, versam sobre modelos de previsão econométrica ou de equilíbrio de mercado.

> "Basicamente, estudos da ETTJ concentram-se em duas classes de modelos, comumente conhecidos como estatísticos e de equilíbrio [...] Porém o uso de técnicas econométricas tradicionais pode apresentar fraco desempenho preditivo das taxas futuras [...] Por outro lado, embora fundamentados economicamente, os modelos de equilíbrio também não garantem sucesso na previsão de taxas futuras [...]" (Almeida, Leite, Gomes & Vicente, 2009:498).

Os modelos são construídos com base em hipóteses simplificadoras e em teorias que explicam a formação das estruturas a termo das taxas de juros. Uma dessas teorias, a teoria do prêmio de liquidez[64], sugere que a taxa de longo prazo resulta da taxa de curto prazo,

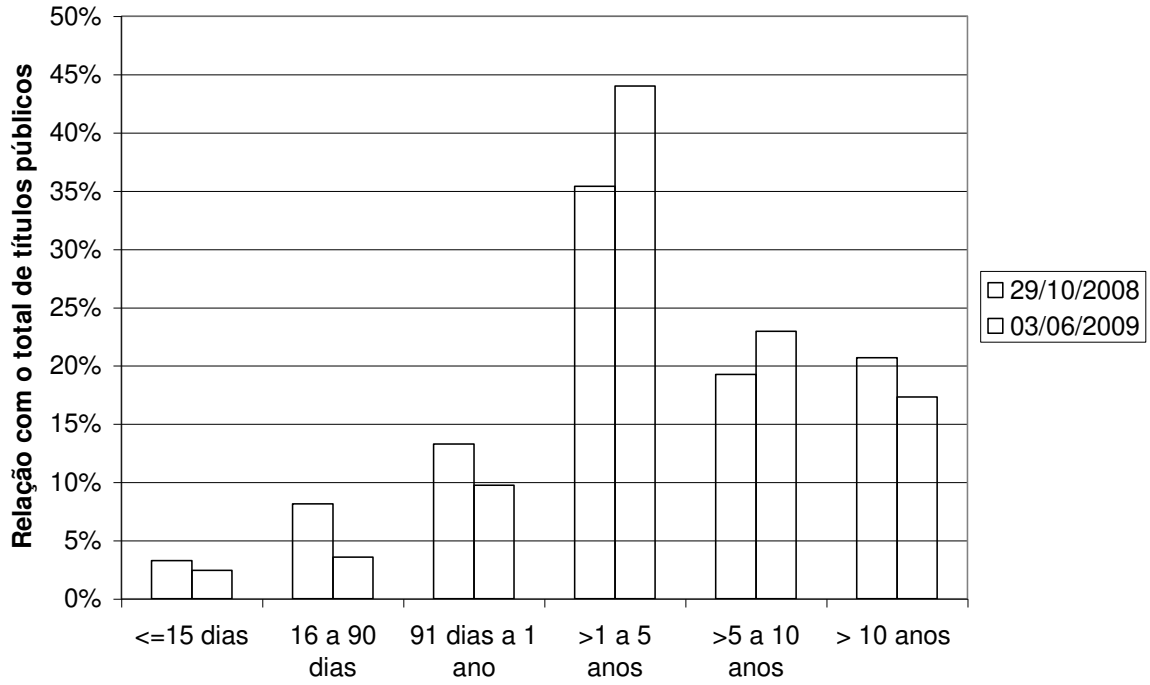
[64] Há outras teorias como: a teoria das antecipações, onde a taxa de longo prazo seria formada pelas previsões que as taxas de curto prazo vão assumir ao longo de todo o período; a teoria da segmentação dos mercados,

controlada pelo banco central, e do prêmio pelo risco de liquidez. Conforme Sobreira (2004:35) alguns modelos consideram que o prêmio de liquidez é invariante no tempo.

> "O prêmio de risco – ou prêmio de liquidez – vai refletir as alterações observadas nas expectativas individuais e mudanças no estado de confiança [...] A relação entre taxa de curto prazo e taxa de longo prazo, ou, alternativamente, a estrutura a termo da taxa de juros, é assim influenciada decisivamente pelo tratamento dado ao prêmio de risco" (Sobreira, 2004:34).

Portanto, para que os modelos consigam prever corretamente as taxas futuras, são necessárias instituições e convenções econômicas estáveis ou que tenham variações previsíveis ao longo de ciclos econômicos. Entretanto, como se pode observar na crise dos créditos securitizados, essa estabilidade de convenções não é verificada na prática.

Gráfico 15 – Maturidades Maiores de Títulos no Ativo do Fed visando alterar a ETTJ.



Fonte: elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.Federalreserve.gov/releases/h41/.

onde haveria um mercado diferente para cada maturidade; e a teoria do habitat preferido, onde a aversão ao risco conduziria o agente a adotar um segmento e não aceitar deixar essa condição.

Assim, como se observa no gráfico 15, num esforço para reordenar a convenções de mercado, a partir de março de 2009, o Fed anunciou que compraria: nos 6 meses subseqüentes, até US$ 300 bilhões em títulos do Tesouro com prazos entre 2 e 10 anos para "ajudar a melhorar as condições no mercado de crédito privado[65]"; e US$ 200 bilhões em títulos, de mais longo prazo, até o fim de 2009, emitidos pelas agência Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac para "reduzir o custo e melhorar a disponibilidade de crédito imobiliário[66,67]", além de "estreitar os *spreads* entre as taxas sobre obrigações diretas das empresas patrocinadas pelo governo e sobre as dívidas do Tesouro dos EUA". Entre 29 de outubro de 2008 a 4 de março de 2009, o Fed comprou aproximadamente US$ 2 bilhões em títulos do Tesouro com prazos de 2 a 10 anos e, entre 4 de março e 3 de junho de 2009, comprou mais US$ 116 bilhões – praticamente um terço dos US$ 300 bilhões previstos no programa.

Nesses primeiros dois meses, a intervenção nos títulos de mais longo prazo não parece ter tido sucesso, pois, como se pode ver na tabela 5, as taxas de juros nos vértices de 2 a 10 anos, em maio de 2009, ficaram maiores que as correspondentes em março.

Tabela 5 – Variação das taxa de juros em relação ao mês anterior da ETTJ dos EUA.

	2 anos	3 anos	5 anos	7 anos	10 anos
mar-09	-5,1%	-4,4%	-2,7%	5,2%	-1,7%
abr/09	0,0%	0,8%	2,2%	2,1%	3,9%
mai-09	0,0%	5,3%	14,5%	13,8%	12,3%

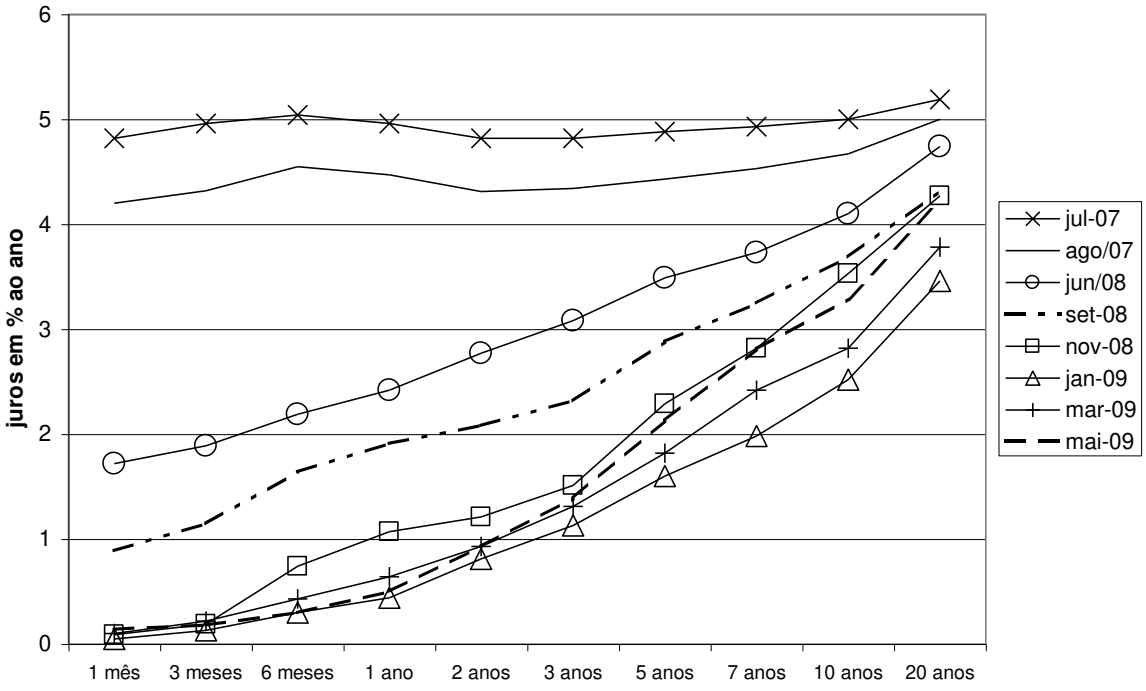
Fonte: Elaboração própria a partir de http://www.Federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H.15.

Na verdade, se observa no gráfico 16 que a atuação do Fed a partir de julho de 2007 teve grande efeito no vértice com prazos de 1 mês, diminuindo os juros de 4,82% para 0,14%. Nos vértices com prazos maiores que 2 anos, as taxas de juros foram se reduzindo até dezembro ou janeiro de 2009 e, então, voltaram a subir. Houve coincidência entre alta da ETTJ com a passagem do período de deflação, em dezembro, para um período de inflação,

[65] Obtido no *site* do FED: http://www.newyorkFed.org/markets/pomo_faq.html.
[66] Obtido no *site* do FED: http://www.newyorkFed.org/markets/gses_faq.html.
[67] Este programa refere-se a títulos do passivo das agências patrocinadas pelo governo e difere, portanto, do programa lançado em novembro de 2008 para adquirir títulos com lastro em créditos hipotecários que estavam no ativo dessas agências ou cujas compras valorizam esses ativos. Os títulos do passivo das agências têm períodos de vencimento menores que 10 anos em média e os títulos do ativo têm média de vencimento maior que 10 anos.

a partir de janeiro de 2009 (rever gráfico 12), mas também houve coincidência de períodos com inflação, anteriores a junho de 2008, e baixa da ETTJ. É que no primeiro caso pode haver, no mercado, expectativa de inflação futura crescente e isso gera um novo desafio à atuação do Fed no mercado aberto.

Gráfico 16 – Evolução da Estrutura a Termo das Taxas de Juros nos Estados Unidos.



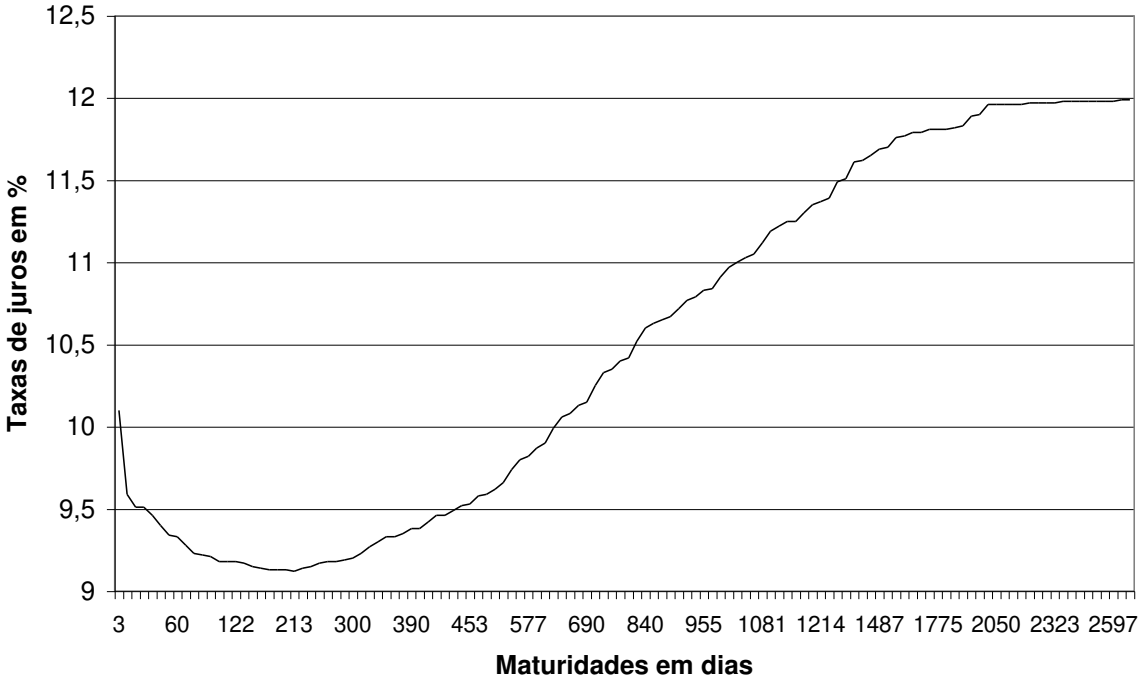
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da série *selected Interest Rates - H.15* obtidos em http://www.Federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H.15

Verifica-se, portanto, que o estímulo ao crescimento econômico através de operações de mercado aberto tem muitas limitações em períodos de grande incerteza. A coordenação da distribuição e emprego de recursos tem de ser feita da maneira mais direta possível pelo Estado, inclusive banco central, pois é quem tem recursos mais líquidos, visão sistêmica e capacidade de assumir riscos em tempos de crise.

No Brasil, ao longo desse período, não houve tentativa de controlar a ETTJ a não ser pelo meio tradicional de redução da taxa de juros de curto prazo, a SELIC, que sofreu reduções periódicas a partir de janeiro de 2009. A ETTJ, no gráfico 17, reflete as expectativas do

mercado brasileiro em junho de 2009, com uma queda esperada de juros no curto prazo seguida por uma retomada a partir de março de 2010.

Gráfico 17 - Estrutura a Termo das Taxas de Juros no Brasil em 05/06/2009.



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Boletim Diário da BM&F obtido em http://www.bmfbovespa.com.br/portugues/BoletimDiario.asp.

Embora haja uma expectativa de queda das taxas de juros num período de quase um ano à frente, o Brasil optou por políticas diretas de estímulo fiscal sobre a demanda agregada, como redução de impostos para financiamento de veículos, ou redução de juros em bancos públicos para financiamento de imóveis, por exemplo. Um dos fatores que pode ter pesado nessa decisão é o setor bancário brasileiro ser muito mais concentrado que o norte-americano, o que dificulta a transmissão da redução da taxa SELIC para as taxas ao setor não financeiro. Outro fator complicador para a política brasileira de mercado aberto é a liquidez menor dos títulos públicos de prazo mais longo, quando comparado aos títulos norte-americanos. Uma evidência disso é a própria ETTJ, que nos EUA é construída com dados de títulos públicos com diferentes maturidades e, no Brasil, é levantada a partir de

dados de negociação de contratos de *swap* DI x pré negociados na Bolsa de Valores, Mercadorias e de Futuros.

Portanto, se a distribuição de liquidez via mercado aberto nos Estados Unidos apresenta dificuldades, no Brasil, apesar da evolução após a implementação do Plano Real, há ainda mais.

3 - Prestamista de Última Instância: características

Os agentes econômicos, para tomar decisões de investimento ou de concessão de crédito, possuem informações incompletas. Como já foi dito, essa deficiência pode ocorrer porque, por exemplo, quem toma crédito não transmite ao credor todas as informações que dispõe sobre as dificuldades de implementar um projeto. É mais comum, entretanto, que mesmo quem toma o crédito não conheça as dificuldades que enfrentará durante o período de maturação de seu investimento. Ele não saberá *ex ante* as inovações tecnológicas, administrativas, financeiras, legais, ou comportamentais que surgirão nos anos que se seguirão. Estas inovações representam quebras de tendências e, portanto, desvios de comportamento estatístico e convencional, que impedem previsões. As convenções financeiras também podem sofrer alterações por variações de otimismo dos investidores que concentram poder de mercado. Portanto, não é possível estabelecer valores ou modelos de exigências de reservas compulsórias, índices mínimos de liquidez ou de capital mínimo que garantam a estabilidade financeira ao longo de um ciclo econômico que, por definição, abrange um período de otimismo e um período de pessimismo.

Outro limite para a estabilidade financeira é a visão macroeconômica dos agentes privados: o comportamento convencional de mercado tende a valorizar ativos específicos e concentrar recursos nas áreas de maior valorização. O nome que se dá às crises demonstra esse comportamento das economias de mercado: crise das empresas "ponto com", crise do *subprime*, crise asiática, etc. A convergência de valorização e investimentos em um setor da economia leva a um endividamento crescente dos setores que recebem menos recursos. A valorização pode se tornar excessiva e os endividamentos podem se tornar insustentáveis: a renda dos setores menos favorecidos não cresce o suficiente para sustentar as dívidas que assumem para obter ativos do setor de ponta. Esse excesso ocorre porque a maximização de lucros individuais não leva a uma distribuição de recursos de maneira economicamente estável. Do mesmo modo, o mercado não distribui liquidez nos momentos de crise, mas a concentra: o objetivo é evitar prejuízos individuais. Assim, os excessos de liquidez ou capital de um agente não são distribuídos, nos períodos críticos, de maneira a estabilizar

uma economia. Mesmo que abstraíssemos a dificuldade que os agentes têm para tomar decisões ao longo do tempo, não podemos desconsiderar que, isoladamente, nenhum indivíduo está disposto a arcar com o custo de um bem público como a estabilidade financeira. Neste sentido, a regulamentação financeira e econômica tem um papel a cumprir.

Os agentes que têm por função corrigir as falhas de mercado, embora visões ideológicas às vezes impeçam, são os governos e seus bancos centrais. Além do poder de exigir reservas compulsórias, índices mínimos de liquidez, capital mínimo e realizar operações de mercado aberto, os bancos centrais possuem o poder de conceder empréstimos de última instância: a política mais direta, e talvez mais controversa, para fornecer liquidez a bancos em dificuldades e evitar o alastramento de crises. As críticas ao uso dessa política são de diversas ordens: risco moral, onde os bancos passam a presumir que podem correr mais riscos, pois sempre serão socorridos; aumento da base monetária, que pode levar a maior inflação no futuro; o uso de recursos públicos para salvar bancos que geram lucros privados. Há ainda a dificuldade de determinar quais pedidos de empréstimos de liquidez devem obrigatoriamente ser atendidos para se manter a estabilidade sistêmica. Por esses motivos, há muito se tenta evitar seu uso nos bancos centrais e criar soluções que contornem esses problemas.

3.1 - Formação e evolução dos prestamistas de última instância

3.1.1 - Grande banco comercial privado

Ao longo do século XIX e início do século XX, os bancos centrais foram adquirindo as características do que chamamos atualmente de banco central. O Banco da Inglaterra é considerado o banco central mais antigo do mundo, mas só em meados do século XIX teve sua função como banco comercial reduzida para ampliar seu papel como prestamista de última instância. Ele fundado em 1694 para ser banqueiro e gestor da dívida do governo inglês e, em 1781, já acumulava também a função de banco dos bancos[68], correndo risco de

[68] Conforme http://www.bankofengland.co.uk/about/history/index2.htm em julho de 2009.

liquidez se todos os seus clientes resolvessem sacar seus depósitos em ouro ao mesmo tempo. Thornton (1802:73) relata que após alarme causado por falência de bancos no interior do Reino Unido, o Banco da Inglaterra, na crise financeira de 1793, restringiu a emissão de notas (que equivaliam em denominação atual a novos depósitos à vista) e, com isso, agravou a crise.

> "A quantidade de notas nas mãos de cada banqueiro flutua consideravelmente, mas a quantidade nas mãos de todos os banqueiros flutua pouco. E essa quantidade não pode ser muito diminuída em consistência com as projeções dos banqueiros de quanto é necessário para realizar seus pagamentos e para manter a segurança de seus bancos" (Thornton, 1802:74).

O pânico provocado pela guerra com a França fez com que, em 1797, suas reservas em ouro se tornassem insuficientes e o governo inglês proibiu que o Banco da Inglaterra pagasse os resgates de depósitos em ouro até 1821. Seguindo a análise de Thornton, os depósitos no banco central e o papel-moeda emitidos servem para regular e sustentar toda o sistema de depósitos bancários e crédito do país. Não há substituto para eles: sua redução poderia ser suficiente para produzir um estado geral de insolvência em Londres cujo efeito seria a perda da confiança, a desestruturação do comércio e a estagnação das manufaturas do país. O ouro, nesse caso, seria estocado freneticamente e não reapareceria até que a confiança fosse restabelecida pela prévia introdução adicional de papel-moeda e depósitos no Banco da Inglaterra. Ou seja, Thornton chama a atenção para o risco de uma redução na base monetária num período de crise. Sugere até que, depois de instalada uma crise, uma expansão monetária seja usada para restabelecer a confiança e sustentar o sistema de pagamentos:

> "Ouro, em tais casos, seria inquestionavelmente entesourado durante o grande receio que seria gerado e, provavelmente, não reapareceria até que a confiança fosse restaurada pela prévia introdução de algum meio circulante adicional" (Thornton, 1802:75).

O *Banking Act* de 1844 estabeleceu o monopólio do Banco da Inglaterra como emissor de papel-moeda no Reino Unido, mas, contrariamente a sugestão de Thornton, impôs que o banco central inglês mantivesse reservas em ouro para todas as notas emitidas além da quantidade fiduciária de £14 milhões (ver Millard & Saporta, 2007:19). Entretanto, nas crises de liquidez de 1847, 1857 e 1866, o governo foi forçado a permitir maiores emissões fiduciárias.

O Banco da Inglaterra poderia expandir sua base de três maneiras: concedendo mais crédito ao governo, aos bancos, ou aos agentes não financeiros[69]. Segundo Knodell (2004:264), os primeiros bancos centrais, de maneira geral, foram, ao longo de suas trajetórias, obrigados a escolher a função de ser o guardião da estabilidade financeira ao invés da maximização de lucros. Conforme Millard & Saporta (2007), há conflito de interesses em um banco que atua comercialmente e, ao mesmo tempo, tem a função de conceder empréstimos de última instância. Citam a crise de 1793 na Inglaterra como uma das evidências: o Banco da Inglaterra se recusou a conceder ajuda a alguns grandes bancos e isso causou inadimplências que se alastraram pelo mercado londrino. O fato de auxiliar um banco rival teria pesado na decisão do Banco da Inglaterra.

> "Um modo de resolver o conflito de interesse é interromper a competição entre o banco central e os demais bancos [...] Essa foi a forma como o Banco da Inglaterra resolveu o problema: se retirando de todas as atividades comerciais com entidades não bancárias a partir do período, aproximado, de 1880 a 1910 [...]" (Millard & Saporta, 2007:19).

Para Bagehot (1873:297), a concorrência entre os corretores de títulos os levava cada vez a tomar recursos emprestados pagando juros mais altos aos bancos comerciais e a conceder mais crédito a juros cada vez mais baixos. Em períodos de tranqüilidade econômica, os corretores de títulos eram rivais do Banco da Inglaterra, pois descontavam os títulos por taxas mais baixas. Em períodos de crise, o Banco da Inglaterra era obrigado a socorrer os corretores, pois estes deviam recursos aos bancos comerciais e a inadimplência poderia

[69] O Banco da Inglaterra, no início do século XIX, funcionava também como banco comercial, concedendo crédito a empresas e pessoas físicas.

gerar uma crise sistêmica. O Banco da Inglaterra[70] afirma que resolveu não competir com os grandes bancos formados por fusões, no século XIX, para se desenvolver como um banco central – o guardião da reserva de ouro e o fornecedor de liquidez de última instância:

> "Em uma sucessão de crises bancárias – notadamente aquelas envolvendo [os bancos] Overend, Gurney & Co, em 1866, e Barings, em 1890, o Banco da Inglaterra estabeleceu o conceito de prestamista de última instância – a reserva última do sistema bancário".

A corrida ao Banco Overend, Gourney & Co em 1866 era considerada a última no Reino Unido até setembro de 2007, quando teve uma corrida ao Banco Northern Rock. O Banco Overend, Gourney & Co. foi um grande banco de atacado considerado, na época, o banco dos bancos, pois descontava títulos adquiridos por bancos menores ou corretores de títulos. Conforme Bagehot (1873:289), nos anos que precederam a falência do Overend, Gourney & Co, seus administradores passaram a dar pouca atenção à capacidade de pagamento do emissor do título descontado, fixando-se apenas na confiança que depositavam sobre o corretor de títulos com quem negociavam. Com a deterioração de sua reputação iniciou-se uma corrida e, segundo Andréadès (1909:358), o Banco Overend pediu ao Banco da Inglaterra £ 400 mil. Entretanto, as garantias que dispunha não foram aceitas e, em 10/05/1866, o Banco Overend Gourney & Co faliu. Em 11/05/1866, o pânico instalado era tal que o Banco da Inglaterra teve que conceder £ 4 milhões em empréstimos em um único dia e suas reservas diminuíram em £ 3 milhões (a metade do total que dispunha). O pânico terminou no dia seguinte, quando o Ministro das Finanças suspendeu temporariamente os limites de empréstimos que o Banco da Inglaterra era obrigado a cumprir. Curiosamente, com o fim do pânico, o Banco da Inglaterra não precisou ultrapassar os limites estatutários.

O Banco Barings Brothers & Co havia, em anos anteriores a 1890, conforme Andréadès (1909:364-367), adquirido muitos ativos na Argentina (ações da empresa de fornecimento de água de Buenos Aires, por exemplo). Com a piora da situação financeira da Argentina esses ativos perderam valor e causaram prejuízos principalmente para o Barings, mas

[70] Obtido http://www.bankofengland.co.uk/about/history/timeline4.htm em julho de 2009.

também para outros bancos ingleses que haviam apostado na alta de ativos argentinos. Como o Barings foi considerado solvente, o Banco da Inglaterra o socorreu antes que as informações sobre seu problema de liquidez se espalhassem mais intensamente. Um fundo com ativos do Barings foi formado para servir de garantia aos empréstimos do Banco da Inglaterra. Grande parte do público recebeu a informação do risco e do socorro ao mesmo tempo e, portanto, o pânico não chegou a se formar.

Com o fim definitivo do padrão ouro no Reino Unido em 1931, a emissão de moeda passou a ser apenas fiduciária, mas com aumento de oferta concedida por resolução do Parlamento. Além disso, muitas outras ações do Banco da Inglaterra eram determinadas por publicações de leis e relações com o governo. Assim, em 1946, o Banco da Inglaterra foi nacionalizado, pois todas as suas atividades visavam primordialmente a manutenção de bens públicos como a estabilidade financeira e monetária, não o lucro.

3.1.2 - *Clearings* de Mercado

Os Estados Unidos também tiveram experiências com fornecedores privados de liquidez de última instância: caso do comercial e privado Banco Suffolk; e caso do também privado sistema da New York Clearing House (NYCH), uma câmara de compensação pertencente a um grupo de bancos afiliados.

Sprague (1910:45) descreve como, nas crises de 1860, 1861 e 1873, a NYCH emitiu, temporariamente, certificados de empréstimo. Eles eram fornecidos aos bancos filiados àquela câmara contra a entrega de títulos de crédito. Os bancos podiam usar esses certificados de empréstimo da NYCH para realizar pagamentos na compensação interbancária de Nova York. Desse modo, a tendência de um banco perder liquidez ao conceder empréstimos no momento que o restante do sistema bancário se contrai era contrabalançado pela "assistência de liquidez" da NYCH. O banco que adquiria o certificado de empréstimo devia pagar 7% ao ano sobre o valor do papel à NYCH. O propósito da NYCH era conter o comportamento convencional dos bancos de contrair a concessão de crédito no momento da crise. Entretanto, os bancos afiliados à NYCH ainda

perdiam recursos tanto para os bancos não participantes da mesma câmara de compensação como, também, para os depositantes que resolvessem sacar seus depósitos à vista. Isto é, em algumas situações, não bastava possuir certificados de empréstimos, era preciso ter dólares. Por isso, no mesmo anúncio sobre a emissão de certificados de empréstimos, a NYCH decreta que toda a moeda de curso legal dos bancos associados seria tratada como um fundo comum mantido para ajuda e proteção mútua e administrado pela câmara. Este último ato é chamado de equalização de reservas.

Mas participavam da NYCH dois tipos de bancos: os que remuneravam suas captações em depósitos com juros e os que não remuneravam. Os bancos que pagavam juros sobre depósitos à vista, para serem lucrativos, concediam mais crédito que o restante do sistema bancário e, portanto, tinham tendência a perder reservas de liquidez. Estes bancos, além de remunerar os depósitos à vista, eram grandes fornecedores de empréstimos para investimento em bolsa de valores. Ou seja, se arriscavam mais. Os bancos que se arriscavam menos, isto é, não remuneravam seus depósitos à vista, eram forçados a contragosto a participar, nos períodos de crise, da equalização de reservas da NYCH.

Conforme Sprague (1910:23), a contração e expansão sazonal do crédito ao longo de um ano eram causadas, principalmente, pelo pequeno número de bancos mais arriscados. Após a crise de 1873, a desavença entre os dois tipos de bancos não permitiu mais que a NYCH fizesse a equalização de reservas. A oposição à equalização de reservas ocorreu, também, porque alguns bancos conseguiram, em 1873, se evadir da exigência através de meios inovadores de classificação contábil. Além disso, apesar do esforço da equalização de reservas em 1873, houve alguns bancos que não conseguiram evitar a suspensão de seus pagamentos. Isso mostrava um certo fracasso da política de equalização de reservas.

> "As reservas eram distribuídas desigualmente entre bancos da NYCH que pagavam juros e os bancos que não pagavam juros [sobre depósitos à vista]; as reservas monetárias de uns poucos grandes bancos que pagavam juros foram exauridas em 1893 e 1907. Foi colocada uma restrição legal sobre as reservas disponíveis na forma de exigência [mínima] de 25% sobre os depósitos. Porém, nenhuma previsão foi feita para suspender as exigências de reservas em emergências. Quando

> os bancos da NYCH ficavam face a um déficit de reservas, eles tendiam a reagir contraindo créditos e depósitos [...] O poder a disposição da NYCH sobre as reservas seriam mais que amplas para solucionar qualquer emergência durante pânicos bancários [...] Como nós tentamos mostrar, mesmo que consideremos que a NYCH tivesse o necessário poder, conhecimento e instrumentos para prevenir pânicos bancários, algo crítico estava faltando [...] Poderia uma forte e persuasiva liderança ter levado à reconciliação entre os dois adversários e, assim, habilitar a NYCH a equalizar reservas?" (Winter, 2000:137).

Sprague (1910:319) concluiu seu levantamento sobre as crises financeiras americanas do século XIX e início do século XX sentindo falta de uma função que se atribui aos bancos centrais:

> "Em algum lugar no sistema bancário de um país deveria haver uma reserva de poder de crédito que deveria se fazer presente no seu mercado monetário central. Se houvesse habilidade em Nova York para aumentar os empréstimos e atender às demandas dos depositantes, todos os pânicos desde a criação do sistema bancário nacional teriam sido dissipados".

Ao analisar as mesmas crises e instituições, Le Maux (2003:157), chama a atenção para:

1- o enfraquecimento da coordenação, representada na equalização de reservas, e para o fortalecimento do uso do poder discricionário, existente nas emissões de certificados de empréstimos, entre 1857 e 1907;

2- o fracionamento do sistema bancário americano nesse período, que o deixou muito vulnerável aos choques macro-financeiros;

3- a necessidade de possuir informações de todo o sistema bancário ao gerir o risco sistêmico;

4- o aumento de risco de liquidez que o sistema da NYCH se expõe ao emitir os certificados de empréstimos. Pois os bancos não pertencentes a NYCH e o público em geral desejavam liquidez em dólares.

Embora a NYCH tivesse um papel de destaque no sistema financeiro americano, haviam outras câmaras privadas de tamanho menor e, também, bancos que não pertenciam a nenhuma câmara. Por isso, há quem atribua o fim da crise de 1907 a uma ação do Banco JP Morgan, que concedeu empréstimos a bancos-chave incluindo alguns de Nova York. Seja qual for o motivo que levou ao término do pânico, o fato é que tanto o poder político quanto o financeiro concluíram que era necessária uma fonte institucional de empréstimos de última instância. O ponto de discórdia, na época, era se esse agente institucional seria privado, como queria o sistema financeiro, ou público, como queria o Congresso e a Presidência dos Estados Unidos.

Vemos em Millard & Saporta (2007:20) que bancos centrais tendem a ser impostos pelos governos, pois, com freqüência, as estruturas privadas acabaram permitindo o alastramento de crises devido à falta de concessão de liquidez. A criação do Federal Reserve System em 1913 a partir das deficiências verificadas na crise de 1907 é um exemplo. Além do problema entre coordenação e poder discricionário, um outro motivo da falha das instituições privadas está no receio de incorrer em prejuízos ao tentar manter a estabilidade do sistema financeiro. Embora exista incentivo para evitar que crises se alastrem e acabem atingindo o próprio fornecedor de liquidez, há também a preocupação de não falir. Já uma instituição pública tem como objetivo maior a manutenção do bem público, isto é, a estabilidade financeira.

3.1.3 - Sistemas públicos

A solução norte-americana para os problemas sentidos na crise de 1907 foi um sistema híbrido: o Federal Reserve System é composto por bancos privados, mas com cúpula indicada pelo poder público norte-americano.

> "O presidente Woodrow Wilson ofereceu uma solução que parecia reconciliar o confronto de interesses públicos e privados. Ele propôs uma associação público-privada fundada em bancos de reservas privados e semiautônomos, mas supervisionados por uma diretoria pública. Os diretores dos doze bancos de reservas representando os interesses comerciais, agrícolas, industriais e financeiros dentro de cada

> região controlavam as carteiras de cada banco. As novas regras buscavam fortalecer as partes individuais ao armazenar o total de reservas de ouro e torná-las disponíveis em uma crise [...] se o sistema tinha que servir como prestamista de última instância, ele deveria coordenar as ações dos bancos reserva semiautônomos" (Meltzer, 2003:3).

Embora a rigor seja uma instituição privada, o Fed tem as características de uma instituição pública:

- Conforme a seção 5 do Federal Reserve Act de 1913[71], "Ações do capital dos bancos do Federal Reserve possuídas pelos bancos membros não poderão ser transferidas ou hipotecadas" e, além disso, as aquisições das ações do FED são obrigatórias para que um banco comercial possa ter atuação nacional nos EUA (algo comparável a obrigar um banco comercial a manter 6% do seu patrimônio líquido como um depósito compulsório em moeda no banco central);
- A seção 10 do Federal Reserve Act de 1913 institui a diretoria do Fed "[...] que consistirá de sete membros: o Secretário do Tesouro e o *Conptroller of the Currency*, que serão membros *ex-officio*, e mais cinco membros indicados pelo Presidente dos Estados Unidos com consulta e consentimento do Senado", ou seja, apesar das instituições privadas possuírem ações do Fed, o poder legislativo e o poder executivo americano determinam os dirigentes do FED e indicam seu presidente;
- Na seção 11, parágrafo d, do Federal Reserve Act de 1913, concede o poder para o Fed "[...] supervisionar e regular, através do escritório do *Comptroller of the Currency*, a emissão e o recolhimento das notas do Federal Reserve", isto é, o Fed tem poder sobre a emissão da moeda fiduciária nacional[72].
- Na seção 7 do Federal Reserve Act de 1913, vemos que "[...] Depois que os dividendos são pagos [6% sobre o valor do capital do Fed], toda a renda líquida será paga aos Estados Unidos como um imposto de franquia [...] excetuando-se metade

[71] Federal Reserve Act de 1913 obtido em http://www.llsdc.org/attachments/files/105/FRA-LH-PL63-43.pdf .
[72] Quem fabrica as notas de dólares, também denominadas como "Federal Reserve notes", é o Bureau of Engraving and Printing, subordinado ao Tesouro dos Estados Unidos. O Fed registra no passivo de seu balanço as "Federal Reserve notes" emitidas e também os depósitos à vista dos bancos.

dessa renda, que será paga a um fundo de *surplus* [...]", ou seja, os lucros (e eventuais prejuízos) são contabilizados, em última instância, nas contas do governo norte-americano.

- A seção 14 do Federal Reserve Act deu ao Fed o poder de redescontar títulos e estabelecer as taxas de redesconto.

Em uma das primeiras crises enfrentadas, a crise de 1929, conforme Wray (2009),

> "[...] o Fed interveio imediatamente comprando US$ 125 milhões em títulos do Tesouro no dia da quebra do mercado de ações – quase dobrando, em um dia, os títulos públicos de sua carteira. O Fed de Nova York também abriu sua 'janela de descontos' para os bancos de Nova York que estavam auxiliando outros bancos. Durante os primeiros meses da crise, o Fed continuou a atender a demanda por moeda e usou as operações de mercado aberto para estabilizar as taxas de juros. Entretanto, no outono de 1931 o fluxo de saída de ouro aumentou, levando o Fed a aumentar a taxa de descontos para proteger as reservas de ouro. A oferta de moeda (e reservas) estava encolhendo não por causa da política do Fed, mas porque os bancos não podiam encontrar bons clientes para conceder crédito. Na verdade, havia pouca coisa que a política monetária podia fazer: a recuperação necessitava de estímulo fiscal, que só veio com o New Deal e a Segunda Guerra Mundial".

De acordo com o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)[73], 1350 bancos suspenderam suas operações em 1930, mas no início de 1931, a pressão por liquidez diminuiu. Com o abandono do padrão-ouro pelo Reino Unido em setembro de 1931, os estrangeiros com depósitos à vista nos EUA, receosos que este país também adotasse a mesma medida, buscaram, em massa, converter seus depósitos em ouro e provocaram nova crise de liquidez, levando à falência de 2293 bancos em 1931. No final de 1932, havia rumores que o governo recém eleito faria uma desvalorização do dólar e o mercado doméstico norte-americano promoveu uma nova corrida para converter depósitos em ouro ou moedas estrangeiras.

[73] Obtido em http://www.fdic.gov/bank/historical/managing/Chron/pre-fdic/index.html .

Autores como Milton Friedman consideram que a elevação da taxa de descontos em 1931 foi um erro do Fed, levando a um aumento do número de falências bancárias, que já vinham ocorrendo desde o final de 1930, e a algumas corridas bancárias. Essa visão, que considera que os bancos centrais têm pleno controle sobre a criação de liquidez, difere da apresentada neste trabalho. Conforme discutido nos capítulos anteriores, a criação de liquidez pelo sistema bancário depende da capacidade de concessão de crédito. Mas esta capacidade, por sua vez, depende da demanda dos empresários por crédito. Se os investidores se tornam pessimistas, podem deixar de investir mesmo com oferta de crédito a taxas de juros consideradas baixas e, nesse caso, o sistema bancário como um todo não tem como aumentar o total de depósitos à vista e criar moeda bancária (liquidez). O Fed ao aumentar a taxa de descontos certamente não auxiliou na criação de liquidez denominada em dólar, mas, conforme Wray (2009) destaca, em 1931, havia um fator agravante: um aumento no déficit do balanço de pagamentos dos EUA quando o padrão do sistema internacional de pagamentos não era o dólar, mas o ouro. Em 1933, os EUA abandonariam o padrão-ouro e o dólar só seria adotado como meio de pagamento internacional após 1944.

Sabe-se, entretanto, que a complexa estrutura do Fed apresentava alguns problemas. Houve, ao longo dos anos 1920, disputa interna entre o Fed de Nova York, que controlava as operações de mercado aberto, e o *Board* do Fed, sediado em Washington, conforme afirma Meltzer (2003:139):

> "Conflitos entre Nova York e o *Board* atingiu novos patamares em 1928 e 1929. Nova York, operando com base em normas Riefler-Burgess, favoreceram uma taxa mais alta de descontos para reduzir os empréstimos a bancos membros e a quantidade de crédito [na economia americana]. O *Board*, temendo o retorno das altas taxas de desconto do início da década e desejando limitar o crédito para especuladores do mercado de ações, favoreceram o controle da qualidade de crédito por persuasão moral, pressão direta e exortação contra a especulação. O *Board* se opunha a aumentos de taxas de descontos".

O Banking Act de 1933 resolveu o problema criando o Federal Reserve Open Market Committee.

Outro problema de estrutura do banco central americano é que a maior parte dos bancos que faliram em 1930 não era de membros do Fed e, portanto, seus dirigentes não se sentiam responsáveis por socorrê-los (FDIC, 1984:35).

Assim, segundo o FDIC (1984:36), em janeiro de 1932, o governo norte-americano criou a Reconstruction Finance Corporation (RFC) que, até o fim de 1932, concedeu US$ 900 milhões para 4000 bancos. Como o Congresso passou a exigir a divulgação do nome dos bancos que solicitassem auxílio à RFC e isso representava risco de corrida bancária, os bancos se tornaram comedidos na utilização dessa instituição. Outra medida, a Glass-Steagall Act de fevereiro de 1932, ampliou os colaterais aceitos em empréstimos e, também, os títulos elegíveis ao redesconto no Fed. Entretanto, tudo isso não impediu a falência de aproximadamente 4000 bancos nos primeiros meses de 1933.

A crise sistêmica só foi contida após: a decretação de feriado bancário no início de março de 1933; a publicação do Emergency Banking Act de março de 1933, que expandiu os poderes do RFC incluindo a compra de ações de bancos (FDIC,1984:39); e a reabertura gradual do sistema financeiro. A implementação do Emergency Banking Act era de responsabilidade do secretário do Tesouro, mas este exigiu que a licença para reabertura dos bancos (membros e não membros do Fed) fosse recomendada: pelas sedes distritais do Federal Reserve Bank, pelo chefe da fiscalização bancária nacional e pelo *Comptroller of the Currency*.

3.1.4 - Seguradoras de depósitos

Havia, em 1933, grande oposição tanto no governo (presidente dos EUA e o secretário do tesouro) como no sistema bancário (grandes bancos representados pela American Bankers Association) à criação de um fundo garantidor de depósitos. Conforme FDIC (1984:40), as críticas eram que:

- ele removeria a punição por má administração (risco moral);
- seria uma intrusão do governo federal no setor privado;

- seu custo seria excessivamente alto;
- fundos garantidores estaduais haviam falhado.

Algumas dessas críticas permanecem até os dias atuais, conforme se vê, por exemplo, em Calomiris (1990:293):

> "Os problemas de risco moral e seleção adversa que surgem de sistemas de seguro de depósitos governamentais são, provavelmente, até mais pronunciados nos programas de seguros federais de hoje".

Mas a crise sistêmica e a opinião pública da época transpuseram as resistências. Dentre várias agências criadas sob o New Deal, em junho de 1933, foi criado, através do Banking Act, um fundo garantidor de depósitos: o FDIC. Um plano temporário de seguro cobrindo até US$ 2500 por depositante começou a funcionar em janeiro de 1934 para 13201 bancos. O Banking Act de 1935 transformou o plano de seguro temporário em plano permanente.

O FDIC iniciou uma estrutura complexa com capital em parte aparentemente privado (os doze bancos com capital privado que compõem o Fed), em parte privado (os bancos segurados pelo FDIC) e em parte público (o Tesouro americano). A parte do capital adquirida pelo Fed apenas aparentava ser privada, pois correspondia à metade de seu lucro de janeiro de 1933. Não representou nenhuma captação nova em ações do Fed. Pela estrutura do Fed, o lucro deve ser repassado ao governo americano e essa compra, seguramente, representou uma redução no lucro apurado ao longo de 1933. Em 1935, deixou-se de exigir que os bancos privados subscrevessem ações do FDIC. Bastava apenas pagar o prêmio de seguro periodicamente.

Todos os bancos membros do Fed, que são bancos nacionais, foram obrigados a ter seus depósitos segurados pelo FDIC. Entretanto, a participação dos bancos estaduais foi, inicialmente, em caráter facultativo. Em 1941, passou-se a exigir dos bancos assegurados pelo FDIC com mais de US$ 1 milhão em depósitos que se tornassem membros do Fed.

A diretoria do FDIC é composta por três pessoas, sendo que uma delas, o *Comptroller of the Currency*, é *ex-officio*, e os outros dois diretores são nomeados pelo presidente norte-americano. Portanto, o controle do fundo é público.

Um dos limitantes dessa forma de prover liquidez de última instância está na definição do valor do prêmio do seguro. As crises futuras não serão iguais às anteriores. Mas as únicas informações que se dispõe para estabelecer um valor para o prêmio são as crises passadas. Assim, para segurar até US$ 5000 por depositante, o FDIC exigia 0,08% sobre o total de depósitos de cada banco.

> "O FDIC calculou que durante o período 1865-1934, uma taxa média anual de aproximadamente um terço de um por cento dos depósitos totais teria sido necessário para cobrir as perdas reais com depósitos em bancos falidos. Entretanto, se certos anos de crises, nos quais as perdas foram anormalmente altas, fossem eliminados, a taxa necessária seria de aproximadamente um doze avos de um por cento. A adoção da taxa mais baixa foi justificada com base no fato de muitas reformas bancárias e melhorias terem ocorrido para fortalecer o sistema bancário e prevenir falências bancárias" (FDIC, 1984:51).

O FDIC não cita, mas há também as inovações financeiras que serão desenvolvidas futuramente pelo sistema bancário e que, possivelmente, enfraquecerão as reformas bancárias do passado. Portanto, não há garantia que em alguma crise futura os recursos calculados pelo FDIC sejam suficientes. Se faltar recursos, o FDIC podia captar através da emissão de títulos e o Tesouro e a RFC[74] podiam comprá-los até o total de US$ 500 milhões. Esse valor de crédito governamental tem que ser reajustado ao longo do tempo devido ao crescimento da economia, mas depende, também, das dimensões das crises enfrentadas pelo FDIC. Conforme Guttmann (1994:257), os prêmios pagos pelos bancos assegurados não se relacionam aos riscos que estas instituições impõem ao FDIC. Eles são na realidade um imposto sobre a indústria bancária em retorno do resguardo que o

[74] A RFC teve importante papel pela abrangência de sua atuação, pois também podia conceder empréstimos a empresas não financeiras.

contribuinte dá aos seus passivos. E essas considerações continuam válidas até para os dias atuais:

> "O Federal Deposit Insurance Corporation está considerando fazer uso de sua linha de crédito de até US$ 500 bilhões do Tesouro dos EUA enquanto explora opções de como reconstituir o reduzido fundo de proteção aos depositantes, disse Sheila Bair, sua presidente [...] Um número crescente de falências bancárias este ano tem consumido o fundo de seguro de depósitos a um nível não visto desde que os EUA estavam no meio da crise de poupança e empréstimos" (FT, 2009a).

Se em 1913 os EUA estavam preocupados em possuir um prestamista de moeda elástica em última instância, as leis imediatamente após a crise dos anos 1930 parecem se importar menos com essa elasticidade. Vimos que o FDIC é uma fonte limitada tanto em recursos como em atuação. O Fed continuou com poder de conceder empréstimos de liquidez, mas também continuou não tendo abrangência sobre todo o sistema financeiro. A RFC, que complementava a atuação do Fed, foi encerrada em 1945. Para o público, o grande apelo da seguradora de depósitos está no sentimento de justiça: a injeção de liquidez não é feita ao banco que lucrou no passado e agora repassa os prejuízos ao governo e à sociedade, mas aos clientes que possuem depósitos à vista que deixaram de ser conversíveis em moeda emitida pelo banco central. No arranjo final dos EUA, a garantia de bens individuais (depósitos) acabou tendo uma atenção maior do que a garantia sobre um bem público como a estabilidade financeira.

O objetivo do FDIC está além de simplesmente pagar US$ 5 mil a cada depositante de um banco falido. A principal meta está na estabilidade sistêmica, na redução do risco de corridas bancárias como as dos anos 1930. A mera existência do FDIC já faz com que os clientes de bancos, numa crise, sintam maior segurança e, com isso, reduzam seu ímpeto de sacar seus depósitos. Essa influência psicológica reduz a necessidade de intervenções do Fed, em problemas de liquidez antes da falência, e do FDIC, em problemas após a falência de um banco. Além dessas funções, o FDIC também recebeu poderes para reorganizar os bancos falidos: liquidá-los ou promover fusões com bancos saudáveis. Por isso, nos anos

subseqüentes à criação do FDIC, num primeiro momento, o Fed tenta injetar liquidez para manter os bancos em funcionamento, mas, quando considera que algum esteja falido, o repassa ao FDIC a exemplo da falência do Banco Continental Illinois nos anos 1980.

Analisando-se o papel de uma seguradora de depósitos como o FDIC, depreende-se que ela não substitui o papel de um prestamista de última instância de um banco central. Há pontos que não são cobertos pela proteção de uma seguradora de depósitos:

- a falta de liquidez de um banco não ocorre apenas através de resgates de depósitos à vista, mas, também, por restrições que ele venha a sofrer no mercado interbancário;
- uma queda de valor de ativos, causada por aumento de incerteza econômica, pode contaminar a maioria dos balanços de empresas, bancos e não bancos, e ameaçar o sistema de pagamentos, mesmo sem que exista uma corrida para resgates de depósitos à vista ou a prazo.

3.2 - Objetivos e atuação

O objetivo de um prestamista de última instância é atenuar a instabilidade financeira, mantendo o sistema de pagamentos[75] de um país funcionando o mais ordenadamente possível. Para que isso ocorra, uma condição necessária é que os bancos que participam do sistema de pagamentos não deixem de pagar suas obrigações diárias ou, caso alguns se tornem inadimplentes, que esses descumprimentos sejam de volume suficientemente pequeno de forma a não tornar outros credores ilíquidos e, assim, provocar uma reação de inadimplências em cadeia, que é o risco sistêmico[76].

[75] Discutiremos a abrangência do conceito e uma possível definição de sistema de pagamentos no item sobre extensão dos empréstimos de última instância. Entretanto, os bancos são participantes importantes em todos os sistemas de pagamentos.

[76] Os bancos não são os únicos agentes sujeitos ao risco sistêmico. A queda no preço de algumas ações pode, causar prejuízos em alguns investidores muito alavancados e forçá-los a vender outras para honrar suas dívidas, levando a prejuízos e inadimplências em cadeia (ver Cardim de Carvalho, 2008:9). Entretanto, para a finalidade desta análise que se restringe à capacidade de reação de um banco central, trataremos apenas do contágio que se transmite dentro do sistema financeiro.

Mesmo que um banco tenha prejuízos em suas operações, ele pode pagar suas obrigações diárias no sistema de pagamentos se conseguir um empréstimo interbancário. Entretanto, se o sistema bancário, temendo incorrer em maiores prejuízos, se negar a conceder crédito ao banco ilíquido, a única possibilidade de honrar seus compromissos no sistema de pagamentos será através de um crédito junto ao prestamista de última instância que, por reunir as características necessárias, é o banco central.

O prestamista de última instância precisa ter uma visão privilegiada de todos os bancos que operam volumes suficientemente grandes para causar o risco sistêmico. Essa visão é necessária para poder distinguir em curto espaço de tempo as situações reais de risco sistêmico onde a concessão de crédito é obrigatória. Ou seja, o prestamista de última instância necessita de relacionamento íntimo com o serviço de nacional de supervisão bancária, que possui poder concedido pela nação para obrigar os bancos a fornecer todas as informações que dispõem.

Ao longo dos anos 1990, muitos países criaram agências de supervisão e segregaram essa função de seus bancos centrais. Há, por exemplo, o caso do FSA (Financial Services Authority) no Reino Unido, o BaFin na Alemanha e a APRA (Australian Prudential Regulation Authority) na Austrália. Um dos pontos negativos dessa separação é a possível redução de comunicação. Quando o Banco Northern Rock foi atingindo pela crise dos créditos *subprime* em 2007, as informações entre o serviço de supervisão e o Banco da Inglaterra parecessem não ter fluído com facilidade.

> "O presidente do Banco da Inglaterra, Mervin King, foi criticado por sua abordagem dura ao *credit crunch* e sua má vontade de facilitar o acesso aos bancos que buscavam *funding* [...] Quando perguntado se ele havia dito ao Banco da Inglaterra que precisava prover mais liquidez, Sir Callum [presidente do FSA] disse que não ia responder a questão" (The Independent, 10 de outubro de 2007).

O FSA também pode ter falhado por avaliar mal a situação dos bancos supervisionados, mas, seguramente, a soma das informações do serviço de supervisão com as informações do sistema de pagamentos, que geralmente é administrada pelo banco central, melhora a

atuação do fornecedor de liquidez de última instância. Problemas semelhantes podem ter levado a Alemanha, em 2009, voltar atrás na separação entre supervisão bancária e banco central:

> "O novo governo da Alemanha indicará o Bundesbank, o banco central alemão, como o único regulador para bancos e tirar do Bafin, o supervisor do mercado financeiro, suas atribuições bancárias [...]" (FT, 2009b).

Outra característica que o prestamista de última instância deve possuir é o acesso rápido a uma grande fonte de moeda nacional, pois, conforme mostrou a história dos EUA e do Reino Unido, em determinados momentos de recessão econômica, é necessário ceder grandes volumes de crédito a uma grande quantidade de bancos. O volume de expansão de moeda necessário para conter uma crise não é passível de cálculo (há fatores psicológicos envolvidos) e, quando a fase de crescimento econômico voltar, o volume de moeda poderá ser reduzido novamente: assim é a administração de uma moeda elástica. A maior fonte de moeda elástica nacional são os depósitos que os bancos mantêm no banco central e são debitados ou creditados durante a operação do sistema de pagamentos.

Essa é a terceira característica do prestamista em última instância: a proximidade com a administração do sistema de pagamentos, pois é a operação desse sistema que se quer preservar.

As instituições mais próximas de reunir essas características são os bancos centrais. Tesouros nacionais também poderiam desempenhar essa função de emprestar em última instância, mas, em geral, não são tão próximos da administração diária das operações do sistema bancário. Em capítulos anteriores, já vimos que existem argumentos em favor dos tesouros nacionais alegando maior transparência dos déficits gerados e maior controle pela sociedade. Mas ambos, tesouros e banco centrais, são subordinados e obrigados a prestar contas aos governos nacionais. A tendência acentuada no final do século XX a considerar os bancos centrais como órgãos independentes dos governos e o exemplo do Fed, que parece ser meio público e meio privado, talvez leve a essa recomendação de desempenhar a função nos tesouros. Vimos, entretanto, que o Fed tem todas as características de um órgão

público e, conforme Wray, há várias dimensões no conceito de independência dos bancos centrais. Na dimensão política, os presidentes de bancos centrais são obrigados a prestar contas ou ao poder executivo ou ao poder legislativo de seus países. Na dimensão das operações diárias com títulos públicos e com emissão de moeda, o tesouro e o banco central são dependentes.

> "Em outras palavras, as operações diárias do banco central não podem ser independentes das operações do tesouro se o banco central quer ser capaz de atingir as metas de taxa de juros. Os procedimentos exatos são complexos e variam entre países, mas eles asseguram simultaneamente que o banco central possa atingir suas metas e o tesouro possa gastar" (Wray, 2009:3).

Os motivos de controle político e transparência, portanto, não privilegiam os tesouros em detrimentos dos bancos centrais. Mas as causas administrativas privilegiam os bancos centrais: pois tesouros não têm estrutura para concessão de crédito e nem geram depósitos à vista.

Por outro lado, bancos centrais não conseguem conter sozinhos o risco sistêmico, pois a economia tem uma abrangência muito maior que o sistema bancário. A falência de agentes não financeiros e não bancários também deve ser contida. Caso um banco central concedesse crédito a seguradoras, fundos de investimento e outras instituições não bancárias e não financeiras, ele voltaria a ter a função de banco comercial e concorreria com os demais bancos, que ele supervisiona, como o Banco da Inglaterra no século XIX. Além disso, há, em períodos de crise, a necessidade de gerar novos investimentos para demandar crédito. Todos esses papéis são desempenhados pelos tesouros ou empresas e bancos governamentais.

Há vários exemplos da atuação dos tesouros para conter crises. O Banco Northern Rock, na crise de 2007, recebeu socorro de liquidez do Banco da Inglaterra e, depois, foi nacionalizado pelo Tesouro britânico, pois estava insolvente. O Tesouro britânico comprou ações de muitos bancos para mantê-los solventes entre o fim de 2008 e início de 2009. O Tesouro dos EUA injetou US$ 1 bilhão, através de ações preferenciais, na agência Freddie

Mac para evitar o alastramento da crise em 2008. Todos esses casos mostram que as funções dos bancos centrais e tesouros têm papeis complementares, porém diferentes, na manutenção da estabilidade financeira. A função de emprestar moeda em troca de uma garantia para evitar a quebra iminente do sistema de pagamentos é característica de banco central.

3.2.1 - Extensão dos empréstimos

A obrigação dos bancos centrais está, de maneira mais direta, focada na manutenção da estabilidade do sistema de pagamentos interbancário.

Conforme Green (2007:45):

> "Um sistema de pagamentos é um sistema abrangente para liquidação de obrigações de compra de bens, serviços e ativos financeiros. Exemplos são os sistemas de pagamentos de grandes valores que liquidam obrigações entre bancos, e redes de pagamentos de cartões através das quais muitas transações de consumidores são realizadas".

Seguindo o princípio da existência de uma hierarquia de moedas, os bancos centrais, que são emissores da moeda mais líquida emitida em um país, estariam buscando assegurar que as moedas de um nível de liquidez imediatamente mais baixo, os depósitos à vista, sejam, de maneira geral, estáveis. Procura-se garantir que cada banco se mantenha solvente e líquido, mas como não é possível ter pleno controle, é preciso se empenhar para que, caso algum deles entre em falência, não ocorra um processo transmissão e desintegração dos sistemas de pagamentos. Como os bancos não são entes isolados de outros agentes econômicos, os sistemas de pagamentos dos quais dependem são complexos.

Conforme o Comitê sobre Sistemas de Pagamento e Liquidação da Basiléia, CPSS (2001:4):

> "Na prática, em muitos países há um número bem limitado de provedores de sistemas de pagamento ou um único provedor, em geral, o banco central".

No Brasil, conforme BCB (2008), o Banco Central administra o Sistema de Transferência de Fundos (STR), relativo as operações de liquidações interbancárias, e o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), onde ocorrem as liquidações de operações de mercado aberto com títulos do governo. Entretanto, o Banco Central Brasileiro não administra, mas supervisiona as demais câmaras de liquidação que também integram o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB): câmara de compensação de cheques, Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP), Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP), e das Câmaras de Ativos, de Câmbio e de Derivativos da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil mantém contas de depósitos para essas câmaras, pois, através da Circular 3.057, exige que:

> "[...] os sistemas de liquidação diferida considerados sistemicamente importantes devem promover a liquidação final dos resultados neles apurados diretamente em contas mantidas no Banco Central do Brasil" (BCB, 2008:2).

Além dos sistemas de pagamentos serem complexos, o sistema financeiro também não é um ente independente da economia real, pois:

- insucessos atuais de setores industriais e comerciais geram inadimplências nas carteiras de crédito dos bancos;
- receio, de investidores industriais e comerciais, de insucessos futuros faz cair a demanda por novos créditos (seja na forma de títulos ou de contratos);
- receio, de agentes financeiros, de insucessos industriais e comerciais futuros faz cair a oferta de crédito.

Assim, do mesmo modo que Wray (2009) ponderou, a missão de estimular a economia cabe, sobretudo, à política fiscal, que tem poder de criar demanda por produtos e serviços.

O alcance de um banco central, numa recessão econômica, está em acomodar o aumento por demanda de moeda que surge nesses períodos e em conceder empréstimos de última

instância para evitar que o sistema de pagamentos interbancário entre em colapso. Um subproduto, não desprezível, é o que muitos denominam de *market maker of last resort*, isto é, o banco central acaba reduzindo a deflação de ativos ao aceitar uma garantia ilíquida para seus empréstimos de última instância.

Se fosse possível separar a economia real da financeira, em uma recessão, a escolha das garantias aceitáveis para empréstimos de última instância seria focada na composição dos ativos do sistema bancário, não nos ativos em deflação. Ocorre, contudo, que os ativos que se deflacionam na economia real se refletem em ativos financeiros que o sistema bancário deu liquidez ao conceder crédito. A crise dos créditos *subprime* é um exemplo: os bancos concederam créditos para a construção de imóveis, esses créditos foram securitizados, os bancos não só deram garantias, explícitas ou implícitas, a esses títulos como também os compraram em grande volume e os registraram em seus ativos. A queda do valor dos imóveis representou a queda do valor de todos os títulos de crédito vinculados ao setor imobiliário que, em grande parte, estavam ou se transformaram em ativos dos bancos.

Assim, para manter um sistema de pagamentos estável é preciso conter a deflação de ativos que se estabelece em uma recessão. No caso norte-americano, no primeiro momento isso se deu através da aceitação de créditos securitizados pelo Fed e, num segundo passo, pela volta da demanda no mercado de imóveis. É necessária, conforme termo usado por Minsky (1986), a ação do *big bank*. Mas é preciso também uma ação do *big government*, porque os estímulos do *big bank* não podem obrigar os mercados a elevar a demanda e fazer reverter a deflação de ativos.

> "Ao passo que o *Big Government* estabiliza a produção, o emprego e os lucros através de seus déficits, o prestamista de última instância estabiliza os valores de ativos e mercados financeiros [...] Ao passo que o *Big Government* opera sobre a demanda agregada, lucros setoriais, e incrementos de passivos do governo nas carteiras, o prestamista de última instância trabalha sobre o valor da estrutura de ativos herdada e o refinanciamento disponível para as várias carteiras" (Misnky, 1986:38).

A dimensão, portanto, dos empréstimos de última instância que um banco central tem que fazer durante uma crise depende da capacidade do Estado de recuperar rapidamente as convenções de mercado relativas ao valor dos ativos.

3.2.2 - Instituições atendidas e garantias aceitas

Como se pretende manter os sistemas de pagamento sempre em funcionamento, todas as instituições ligadas diretamente a eles devem ser elegíveis a obter empréstimos de última instância. Entretanto, os tipos de instituições atendidas por empréstimos de última instância e as garantias aceitas nesses créditos têm grande variação ao longo do tempo e entre países diferentes, pois acompanham, ou deveriam acompanhar, a evolução dos sistemas financeiros e seus mercados.

A inovação das práticas financeiras provocou, especialmente a partir de 1980, alterações no antigo sistema financeiro norte-americano.

> "Entre 1980 e 1990, a participação dos bancos declinou de 37,2% para 30,4% dos ativos totais, atingindo 28,6% em 1994 [...] As demais instituições de depósito, que passaram a ocupar a segunda posição entre os intermediários financeiros de 1960 a 1980, também experimentaram um declínio no seu peso relativo a partir dos anos 80. [...] Dessa forma, a participação das instituições de depósito em conjunto (bancos comerciais e associações de poupança) sofreu uma queda de 20,8 pontos percentuais entre 1980 e 1994 [...] Em contrapartida, entre 1980 e 1990, os investidores institucionais aumentaram suas participações. As companhias de investimentos atingiram 10,5%; as companhias de seguro, 17,4%; e os fundos de pensão, 21,6%. Em 1990, as participações dos ativos dos investidores institucionais (companhias de seguro, fundos de pensão e companhias de investimento) já atingiam 49,5% dos ativos totais e ultrapassavam em muito a participação relativa dos bancos comerciais (30,4%)" (Cintra, 1997:42).

Ao publicar a Lei Gramm-Leach-Bliley em 1999 e abandonar, definitivamente, a Lei Glass-Steagall, os EUA mudou seu modelo financeiro de bancos especializados, que era também

utilizado no Reino Unido, e permitiram a existência de bancos universais[77], que é de longa data permitido em países europeus. Conforme Canuto & Lima (1999):

> "Uma questão [...] é a clássica discussão sobre a presença de vantagens intrínsecas em favor de sistemas financeiros baseados em crédito bancário ou em mercados de capitais, com tal classificação efetuada a partir das relações entre o setor financeiro e o não-financeiro e/ou entre o governo e o primeiro [...] estes modelos perderam parte de sua representatividade sob suas formas puras desde a aceleração de transformações financeiras nos anos 80, mas ainda se pode localizar diferenças de peso entre os sistemas nacionais europeus e japonês (baseados no crédito) e anglo-saxões (baseados em mercados de capitais)".

Apesar da liberdade para os bancos comerciais e para os bancos de investimento se transformarem em bancos múltiplos ou universais, as restrições regulamentares existentes para os bancos comerciais não foram estendidas aos bancos de investimento. Isso fica caracterizado na observação de Cintra & Farhi (2008:37):

> "Segundo McCulley, diretor executivo da maior gestora de recursos do mundo, a Pimco, o *global shadow banking system* inclui todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm (ou não tinham, pela norma vigente antes da eclosão da crise) acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Esses agentes tampouco estão sujeitos às normas prudenciais dos Acordos de Basiléia. Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (brokers-dealers), os hedge funds, os fundos de investimentos, os fundos private equity, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras".

Entre os anos 1980 e 2007, várias empresas financeiras ligadas a conglomerados liderados por bancos de investimento foram registradas no FDIC e, portanto, tinham seguro de depósitos e atendiam as regras para tal. Um dos braços do grupo Goldman Sachs[78], o Goldman Sachs Bank USA, foi criado para atender clientes de alta renda e já estava

[77] Bancos universais podem desempenhar a função de banco comercial e também a de banco de investimentos.
[78] Informação obtida em http://www.fdic.gov/regulations/laws/bankdecisions/DepIns/goldmansachs.html.

segurado pelo FDIC desde sua fundação em 21 de julho de 2003. Assim como o Lehman Brothers Commercial Bank[79], em 10 de agosto de 2005 e o Morgan Stanley Bank[80] desde 25 de maio de 1990. Entretanto não eram bancos nacionais, autorizados pelo Fed, e nem bancos estaduais. Embora tenham o nome banco, são autorizados pelos Estados como empresas financeiras. Portanto, não poderiam receber empréstimos de liquidez do Fed, mas se falissem, seus clientes receberiam o seguro de depósitos. Mas a liquidez gerada nas grandes operações do conglomerado, cujo carro-chefe eram os bancos de investimento, ficaram isentas de regulamentação e supervisão financeira.

Nos EUA, na crise mais recente, vimos o Fed alterar suas políticas de aceite de títulos de securitização como garantia a empréstimos de liquidez, e conceder empréstimos a bancos comerciais, como o JP Morgan, para, indiretamente, solucionar problemas com bancos de investimentos, como o Bear Stearns, que não são membros do Fed. Entre uma profusão de medidas emergenciais, vimos no capítulo anterior, a partir de setembro de 2008, o Fed inovar e conceder, indiretamente, através da criação de uma empresa de propósito específico, empréstimos a uma seguradora, a AIG. E, no mesmo período, graças a já citada Lei Gramm-Leach-Bliley de novembro de 1999, que alterou a Lei Bank Holding Company[81], bancos de investimento como Goldman Sachs e Morgan Stanley puderam ser convertidos, no prazo recorde de um fim de semana, em bancos universais e receber empréstimos de última instância.

> "O Goldman Sachs Group, Inc. ("Goldman") e o Goldman Sachs Bank USA Holdings LLC ("Goldman Holdings") solicitaram à diretoria [do Fed] aprovação sob a seção 3 da Bank Holding Company Act ("Lei BHC") (12 U.S.C. §1842) para transformarem-se em uma *holding* bancária ao converter o Goldman Sachs Bank USA, Salt Lake City, Utah ("Goldman Bank"), em um banco estadual. O Goldman Bank atualmente opera como uma companhia de empréstimos que não se enquadra na definição de "banco" sob a Lei BHC [...] a diretoria [do Fed] determinou que as solicitações sob a

[79] Informação obtida em http://www.fdic.gov/regulations/laws/bankdecisions/DepIns/lehman.html.
[80] Informação obtida em http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2006/chairman/spjul1107.html.
[81] A Lei Gram-Leach-Bliley anulou a seção 101 da Lei Bank Holding Company de 1956, que fazia restrições sobre bancos se associarem com empresas corretoras de títulos contidas nas seções 20 e 32 da Lei Glass-Steagall.

> seção 3 da BHC deveriam ser aprovadas, e, portanto assim decide [...] Por ordem da diretoria [do Fed] torna-se efetivo em 21 de setembro de 2008 [um domingo]" (Fed, 2008b).

As normas que regem os empréstimos em última instância deveriam ser constantemente ajustadas às variações de estrutura do sistema financeiro. O que se observa, entretanto, é o improviso de regras durante os momentos agudos de crise. A pergunta feita cem anos atrás voltou a ser válida em 2008: e se os interesses privados do banco JP Morgan não o levassem ao socorro do mercado? O esforço contínuo para aperfeiçoar esses procedimentos aprimoraria a observação dos sistemas financeiros e deveria seguir, *pari passu*, normas restritivas como, por exemplo, as exigências mínimas de liquidez e de capital. Embora ineficaz devido à lentidão de adaptação e limitações conceituais, a supervisão financeira procurou, ao longo do primeiro qüinqüênio dos anos 2000, evoluir e incorporar as inovações financeiras dos novos mercados. Mas não houve o mesmo esforço, até que a crise foi deflagrada em 2007, em relação ao credor de última instância e na ampliação da área de atuação do Fed. Se bancos comerciais, com o tempo, passaram a ter muitos títulos de securitização em seus ativos e os bancos de investimento influenciaram diretamente e em curto prazo o preço desses ativos, o Fed deveria ter tido sua área de atuação ampliada.

As ações do Fed na crise do *subprime* para conter a deflação de ativos, a falência de bancos e a conseqüente quebra do sistema de pagamentos foram certamente necessárias. Mas a falta de planejamento e adaptação prévia do arcabouço legal da função de credor de última instância levou a necessidade de aprovações de leis e normas rapidamente, com pouco debate e poucas considerações sobre um sistema mais eqüitativo. Não é justo, por exemplo, conceder o benefício do crédito de liquidez a uma seguradora que durante o período de euforia não se sujeitou a nenhuma restrição do Fed como depósitos compulsórios ou exigências de capital mínimo. Tampouco é justo que bancos de investimento, que não se sujeitaram a limitações do Fed durante a fase de *boom* econômico, se convertam rapidamente, no período de crise, em bancos universais e usufruam a proteção do Estado.

3.3 - Externalidades

Há ao menos duas grandes críticas ao emprego de empréstimos de última instância: o incentivo ao risco moral e o custo de recursos públicos para garantir o lucro privado. As duas críticas não podem ser desprezadas, mas isso não significa que a economia possa se valer apenas de estabilizadores automáticos, sem interferências políticas e, assim, impedir a existência e aperfeiçoamento constante do prestamista em última instância. Além dessas críticas, uma outra possível externalidade dos empréstimos de última instância é a tendência à depreciação da moeda nacional.

3.3.1 - Incentivo ao risco moral

Essa crítica apóia-se na idéia de que, ao saber que serão socorridos, os bancos vão, deliberadamente, incorrer em mais riscos para obter mais lucros no futuro. O receio de incorrer em prejuízos ajudaria a moldar um comportamento de menor risco nos investidores e banqueiros. Assim, poderia se pensar que a simples existência de um credor de última instância levaria movimentos especulativos mais intensos e a crises mais agudas.

O primeiro fato que reduz a intensidade dessa crítica é que o credor de última instância não precisa socorrer a todos, mas apenas aos bancos cujas falências representam risco sistêmico. O problema que resta, então, é a existência de instituições financeiras chamadas *too big to fail*, isto é, grandes demais para a sociedade deixar falir, porque estas se sentiriam seguras para assumir grandes riscos.

Há, entretanto, um segundo argumento redutor da intensidade do risco moral: fornecer empréstimos a um banco não significa que seus acionistas e administradores não sofrerão prejuízos. Este tem sido o discurso dos órgãos norte-americanos e britânicos a respeito dos auxílios que fornecem: a empresa que recebe recursos do governo não pode pagar bônus elevados a seus administradores; bancos socorridos que depois se mostram falidos representam algum prejuízo para o governo, mas seus antigos acionistas nada recebem e seus antigos administradores perdem o emprego. O lucro e os rendimentos acumulados

anteriormente poderiam compensar a falência de uma grande empresa financeira, mas a deflação de ativos que se segue mostra disseminação de prejuízos.

Finalmente, há um terceiro argumento que é baseado na dinâmica da economia atual, no comportamento convencional de agentes financeiros que não têm informação completa para a tomada de suas decisões: banqueiros se "arriscam demais" não porque pensam que irão falir e um banco central vai socorrê-los, mas porque eles superestimam suas capacidades de gestão, confiam na sua habilidade de prever, antes do público, a valorização e desvalorização de ativos e porque seus concorrentes também estão se arriscando.

> "[…] as energias e habilidades do investidor profissional e especulador são ocupadas de outra forma. A maioria destas pessoas não está, de fato, preocupada em fazer melhores previsões de probabilidade de rendimento ao longo de toda a duração de um investimento, mas em prever mudanças na base convencional de avaliação um pouco antes do público em geral" (Keynes, 1936:69;151).

Como a decisão de investir é feita num ambiente de incerteza, o volume de inversões depende não só das informações disponíveis, mas também de *animal spirit*:

> "Além da instabilidade devida à especulação, há a instabilidade devida à característica da natureza humana de que, em grande proporção, nossas atividades positivas dependem de otimismo espontâneo ao invés de uma expectativa matemática, ou moral, ou hedonista, ou econômica. Provavelmente, a maioria de nossas decisões para fazer algo positivo, cujas conseqüências serão obtidas muitos dias à frente, podem apenas ser tomadas como resultado de *animal spirits* – uma maior predisposição para a ação do que para a inação e não como o resultado de uma média ponderada de benefícios quantitativos multiplicados por probabilidades quantitativas" (Keynes, 1936:72;158).

Algumas empresas financeiras até podem ser criadas apenas para obter lucros numa fase de euforia e depois falirem na primeira recessão que surgir, mas não é o caso das grandes instituições financeiras dos EUA que faliram ao longo de 2008, pois, em geral, tinham aproximadamente cem anos de existência e sobreviveram em muitas crises anteriores. Além

disso, os grandes bancos de investimento nem sequer faziam parte da rede de proteção do Fed ou do FDIC. Na verdade, como há incerteza no ambiente econômico, menosprezaram, durante o período de euforia econômica, a possibilidade das expectativas se reverterem acentuadamente. Todos se arriscaram – alguns mais, outros menos – ao mesmo tempo. E quem se arrisca menos perde mercado para seus concorrentes.

Desse modo, a existência de um prestamista de última instância tem uma influência mínima no comportamento dos agentes financeiros em períodos de euforia, mas uma importância capital nos períodos recessivos.

O verdadeiro risco moral não está na existência de um prestamista de última instância, mas na interação entre interesses públicos e privados. Isso ocorria no Reino Unido e Estados Unidos no século XIX, onde um agente privado tinha poder de decidir a quem socorrer, e pode ter voltado a ocorrer no século XXI. Um exemplo é o secretário do Tesouro dos EUA no período de 2006 a 2009 ter sido presidente do banco Goldman Sachs[82]. Esse fato pode ter favorecido o Goldman Sachs em todas as ações que envolvessem o governo, inclusive na decisão de não socorrer seu concorrente, o banco Lehman Brothers:

> "Hank Paulson, o antigo chefe executivo do Goldman que era então secretário do Tesouro, primeiro deixou o Lehman Brothers afundar e então socorreu o American International Group ao liquidar ao par seus *credit default swaps* com bancos incluindo o Goldman [...] [que] recebeu US$10 bilhões em capitais do governo (que está sendo devolvido) e emitiu US$21 bilhões em títulos lastreados pelo Federal Deposit Insurance Corporation" (FT, 2009c).

O secretário do Tesouro, Henry Paulson, e o presidente do Fed, Ben Bernanke, argumentaram, na época, que não encontraram ativos de boa qualidade no Lehman Brothers para socorrê-lo, mas, como já discutimos, a avaliação de ativos em uma recessão não é um ato completamente objetivo. O valor de ativos depende da previsão de futuros cenários econômicos.

[82] Goldman Sachs é um dos grandes bancos de investimento norte-americano que, para ser socorrido pelo Fed, se converteu em 2008, no prazo de um fim de semana, em banco universal.

3.3.2 - Dispêndio de recursos públicos

O foco desta crítica está na socialização dos prejuízos que o prestamista de última instância pode causar.

> "Quando a economia da produção (renda e emprego) vai bem e acompanhada de valorização financeira dos ativos (ações nas bolsas de valores, imóveis etc.), cabe ao Estado não atrapalhar (sic!). Quando começam as desvalorizações da riqueza e crises econômicas, o Estado é convocado pelos chamados mercados para uma adequada providência destinada a evitar o 'pior': as perdas patrimoniais privadas" (Braga, 2009:90).

Certamente, o erro não está em usar o Estado no combate a crises econômicas, que compreendem, além das perdas patrimoniais privadas, também a perda de empregos e desorganização social. A falha estaria na crença que o mercado livre é tão eficiente que dispensa a presença do Estado e, ao constatar a falsidade dessa afirmação, usar o Estado para sanar as crises geradas. É esta, por exemplo, a postura do secretário do Tesouro dos EUA:

> "Hank Paulson, o secretário do Tesouro, continuou a caracterizar o plano [de ajuda ao sistema financeiro americano] como forçado pela necessidade, não pela escolha. 'Governo possuindo participação em qualquer empresa privada americana é condenável para a maioria dos americanos, inclusive eu', disse ele" (FT, 2008).

As crises econômicas, sobretudo nos EUA que é o país que mais se aproxima da plena liberdade capitalista, comprovam que o mercado livre não distribui a riqueza de maneira eficiente, que leva a um crescimento contínuo, equilibrado e com pleno emprego. Suavizar a dinâmica econômica é, portanto, uma necessidade que órgãos públicos, como governos e bancos centrais, devem perseguir. A suavização da dinâmica, entretanto, não é algo para ser tratado apenas nos períodos de crise e desvalorização da riqueza. Na crise de 2007, grande parte dos recursos financeiros foi anteriormente distribuída através de decisões baseadas em modelos bancários de risco e de administração que se mostraram falhos. Assim, restrições

regulamentares e ações compensatórias devem ser promovidas pelos governos e bancos centrais, a fim de dirigir o comportamento convencional dos mercados. Logo, é necessário fornecer empréstimos de última instância, mas é igualmente preciso regulamentar mercados e utilizar o Estado na condução da economia durante os períodos de euforia.

Em geral, as garantias usadas nos empréstimos de liquidez que os bancos centrais concedem precisam ser, nos períodos de crise, obrigatoriamente aceitas para evitar uma deflação de ativos. Os valores de créditos e garantias podem se restaurar após uma crise, mas há incerteza: tanto sobre o período de duração das crises (pode ser longo), quanto sobre quais serão os rearranjos que emergirão na sociedade ao longo da crise. Esses rearranjos decretam, muitas vezes, a perda total de valor de algumas garantias. Ações ou títulos emitidos por uma empresa que venha a falir e que foram dadas como garantia de um empréstimo de liquidez constituem-se num exemplo. Logo, a expansão da base monetária que um prestamista de última instância gera, não é equivalente à redução que ocorre nessa mesma base monetária ao se liquidarem os créditos e executarem as garantias[83]. As taxas punitivas que alguns bancos centrais cobram por créditos de última instância surgiram como recomendação para dissuadir o risco moral, não para cobrir as inadimplências na sua carteira de crédito – não há bases estáveis para elaborar um modelo de risco capaz dessa previsão em economias capitalistas (o futuro não seguirá o mesmo padrão do passado). Ou seja, buscar ativamente a estabilidade financeira tem custo para o Estado, embora não seja fácil dimensioná-lo.

> "Os custos fiscais e financeiros desta dinâmica de desregulamentação e socorro é muito difícil de medir. Uma estimativa limitada foca nos próprios custos das crises e salvamentos. Os custos dos salvamentos podem ser muito significantes. Claessens, Klingebiel e Laeven (2003) relatam que custos fiscais como percentual do PIB pode chegar a 55% (Argentina, 1980-82, Indonésia, 1997-2002) acima de 30% (Turquia, Jamaica, Chile e outros). Em contraste, o

[83] Dito de outro modo, o capital de um banco central, que é a diferença entre o valor dos seus ativos e o valor dos seus passivos, tende a se reduzir, nos anos que se seguem a uma crise, por conta dos prejuízos que venha a tomar nos seus empréstimos de última instância. Entretanto, essa observação não é simples, pois, por exemplo, ativos em moeda estrangeira podem gerar lucro ao mesmo tempo em que os créditos aos bancos domésticos podem gerar prejuízos. Além disso, a avaliação de ativos ilíquidos não é objetiva.

> socorro da crise de poupança e empréstimos dos EUA chega a mais de 3%, mas, obviamente, o PIB dos EUA é muito mais alto que daqueles países" (Crotty & Epstein, 2008:10).

Os prejuízos de uma carteira de créditos que surge do socorro a bancos podem forçar o governo central a injetar mais capital no banco central ou adquirir parte desses ativos. Por isso, há opiniões com as de Buiter (2009b):

> "Os dois argumentos contra a ação de um banco central como agente fiscal [transferir recursos para bancos insolventes] são, primeiro, que essa ação pode deteriorar a habilidade do banco central de cumprir seu mandato de manter a estabilidade macroeconômica e, segundo, que obscurece a responsabilidade e impede a transparência sobre transferências fiscais [...] A referência para um banco central deveria ser uma política de gestão e ativos e liquidez do tipo "apenas títulos do tesouro" [o banco central deveria apenas aceitar títulos do tesouro]".

Já vimos que, historicamente, os bancos centrais não são apenas banqueiros do governo, mas, também, banco dos bancos. Aceitar apenas títulos de governo entre os ativos de um banco central é limitar seu papel histórico, é limitar sua capacidade de fornecer moeda elástica. Na verdade, os bancos centrais não são entidades independentes dos governos e das economias dos países em que estão inseridos. Um prejuízo para um banco central ou para um tesouro é uma perda para o governo. Nenhum país cria um banco central com objetivo de lucro financeiro, mas como o fim de manter a estabilidade financeira que é um bem social. Entretanto, conceder crédito a um banco ou uma empresa que, num futuro imediato, pode se revelar insolvente é, de fato, transferir recursos do Estado para a iniciativa privada. As crises em economias com os mais diversos arranjos mostram que isso é inevitável em algum grau. O problema, portanto, está menos em transferir a função de empréstimo de última instância ao tesouro para haver mais transparência sobre as transferências forçadas, como sugere Buiter, mas em dar mais liberdade de escolha ao Estado para realizar as transferências conforme um plano prévio de desenvolvimento.

Como a estabilidade financeira tem custo para o Estado, pode-se imaginar duas ações compensatórias: impor restrições ao sistema financeiro privado e ampliar a participação de

empresas governamentais na economia. As duas ações são estabilizantes, mas não garantem a estabilidade plena: apenas reduz as dimensões e a freqüência das crises. Bancos de governo com participação grande na economia podem ajudar a formar convenções mais estáveis no valor de ativos tanto nos períodos de crescimento como nos períodos recessivos: já vimos que os maiores bancos de um sistema criam e distribuem liquidez com mais facilidade. E também podem permitir que o Estado transfira renda de forma planejada. As restrições impostas ao sistema financeiro pelo Estado são sugeridas ao menos desde Keynes (1930), onde afirma que os custos de manutenção da moeda podem, em parte, ser repassados para os bancos através da exigência de reservas mínimas acima das necessidades de cobrir as contingências diárias.

O provedor de última instância de moeda elástica é apenas uma parte do controle que o Estado exerce sobre o comportamento convencional existente em períodos recessivos e com tendência à deflação de ativos. Esse controle precisa ser complementado por restrições impostas à criação de moeda elástica em períodos de expansão econômica e, mesmo nas recessões, precisa ser auxiliado por outras esferas de governo. As restrições do Estado à criação de moeda não visam a redução do crescimento econômico, mas a promoção de um crescimento mais estável, com menor inflação de preços de ativos, com visão estratégica que proporcione, entre setores econômicos, uma melhor distribuição de recursos que aquela gerada por decisões de mercados financeiros com muita liberdade, onde predomina, como objetivo, o lucro de curto prazo. Portanto, o fornecimento de empréstimos de última instância promove a criação de moeda na recessão sem gerar inflação[84] se, no momento de euforia econômica, houver restrições sobre o poder de criação monetária do setor financeiro privado.

Mas há uma disputa de poder entre sistemas financeiros e governos nacionais que tem duas dimensões: uma está ligada à concorrência internacional, e a outra associada ao tempo

[84] Usamos o termo inflação de uma maneira ampla que engloba não só o preço de bens de consumo, mas principalmente o preço de ativos financeiros, imobiliários e de produção. Em recessões pode haver alta de alguns preços como moedas estrangeiras, ouro ou algumas *commodities*. Isso resulta porque, nesses casos, a preferência por liquidez não é em moeda local, mas em moeda internacional. Tratamos, no item denominado Depreciação da Moeda, essa alta de preços não como resultante do fornecimento nacional de empréstimos de última instância, mas como deficiência de um prestamista de última instância internacional.

histórico. Esta última se observa, por exemplo, no enfraquecimento, ao longo dos anos 1970 a 2007, das restrições impostas na década de 1930 nos EUA. Nos anos de crise e naqueles imediatamente subseqüentes, os argumentos em favor da maior interferência governamental ganham força e tenta-se estabelecer algumas restrições ao mercado, mas, devido a inovações financeiras e pressões sobre os legisladores, as restrições se esvaem ao longo das fases de crescimento econômico. A dimensão ligada à concorrência internacional pressiona os legisladores a não restringir unilateralmente o sistema financeiro nacional, pois isso pode levar à transferência de operações financeiras para fora do país, como ocorreu entre os EUA e o Reino Unido no final dos anos 1960. Mesmo que os reguladores com jurisdição sobre a sede de bancos tenham poder de impor suas restrições nas agências ou subsidiárias internacionais, isso desfavorece a concorrência diante de bancos com sedes em países menos exigentes. Por isso, atualmente, há acordos internacionais entre reguladores para impor exigências mínimas de capital como os Acordos de Basiléia. Entretanto, esses acordos têm absorvido muito tempo de negociação internacional e doméstica. O último desses acordos, Basiléia II, despendeu, dos EUA, aproximadamente oito anos de negociações (1999 a dezembro de 2007) sem considerar o tempo de implementação. E, após o aprofundamento da crise de 2007, novas reformas e negociações se iniciaram. As palavras de Joseph Ackermann, presidente da associação mundial de instituições financeiras, o Institute of International Finance (IIF), mostram a contínua disposição de negociar com os reguladores:

> "Reformas regulamentares oficiais devem se balanceadas e trocas envolvendo possivelmente menor crescimento global e menos criação de empregos precisam ser cuidadosamente consideradas. Nós estamos vendo várias propostas que são elaboradas para garantir a saúde e a estabilidade do sistema. Essa meta é muito importante, mas assim também é a necessidade de assegurar que as instituições financeiras reguladas sejam capazes de inovar e prover os fluxos de crédito necessários para o crescimento econômico pelo mundo. Medidas regulamentares devem ser ponderadas em um diálogo substantivo com a indústria [bancária] para permitir que bancos desempenhem seu papel vital na economia" (IIF, 2009).

3.3.3 - Depreciação da moeda

A depreciação da moeda é uma externalidade que em parte deriva da crítica anterior – o dispêndio de recursos públicos. O fornecimento doméstico de empréstimos de última instância pode gerar déficits para um banco central. Tendo-se em mente os balanços dos bancos centrais, esses déficits podem ser lançados como prejuízo e ser transferidos aos tesouros nacionais[85], ou se transformarem em aumento de passivos de banco central, isto é, aumento de oferta de moeda nacional que, por sua vez, pode ser convertido em moedas estrangeiras, depreciando a moeda local.

Nas crises financeiras, a preferência por liquidez se intensifica, elevando, num primeiro momento, a procura por moeda nacional. Por esse motivo, as políticas fiscais e monetárias expansionistas não são inflacionárias. Ao contrário, o temor é a deflação. Concomitantemente, entretanto, a mesma preferência por liquidez leva a um aumento de demanda por moedas estrangeiras mais seguras. Uma evidência está na Nota de Informação Pública[86] n° 09/92 que o FMI divulgou sobre o Brasil:

> "A política monetária foi afrouxada substancialmente. Com a tendência de queda da inflação desde julho de 2008, a taxa básica foi cortada em 450 pontos básicos desde janeiro de 2009, e o equivalente a 3,5% do PIB em liquidez foi liberado através de reduções de depósitos compulsórios. Expectativas inflacionárias permaneceram bem ancoradas, apesar da depreciação significativa da moeda e do fato de que a inflação estivesse próxima do topo do limite da meta no fim de 2008".

Conforme Stone, Walker & Yasui (2009:9), medidas de aumento de liquidez cambial se sobrepõem ao prestamista de última instância em moeda nacional.

[85] Mesmo no caso do Fed, que a rigor é uma estrutura privada, parte dos lucros é transferida ao Estado norte-americano. Os prejuízos também são transferidos na medida em que o Tesouro se vê obrigado a adquirir empresas ou ativos privados para manter a estabilidade financeira.

[86] *IMF Executive Board Concludes Article IV Consultation with Brazil* de 28/07/2009 obtido em http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0992.htm .

No passado, a moeda mais segura já foi o ouro e a libra esterlina, e, no sistema após Bretton Woods, é o dólar.

> "Durante muito tempo, a libra esterlina foi a moeda central do SMI [Sistema Monetário Internacional], graças à dominação da economia britânica sobre o mundo. O uso internacional de uma moeda, entretanto, tem um forte componente inercial, de modo que a libra manteve sua centralidade no sistema, mesmo depois dos Estados Unidos terem se tornado a principal economia mundial, nos anos 1920. Somente após as duas Guerras Mundiais e a instituição do Acordo de Bretton Woods é que o dólar assume a posição de base do sistema instaurado de taxas de câmbio fixas, que durou cerca de trinta anos. Apesar das crises dos anos 1970 e do fim do sistema de Bretton Woods, o dólar manteve (ou mesmo aumentou) seu papel de moeda central do SMI" (Conti, 2009:6).

Como já citado, em 1931 nos EUA, quando ainda se utilizava o padrão-ouro, houve depreciação do dólar, levando o Fed a aumentar a taxa de juros básica apesar da crise.

Tabela 6 – Saldo de *swaps* de liquidez em dólares.

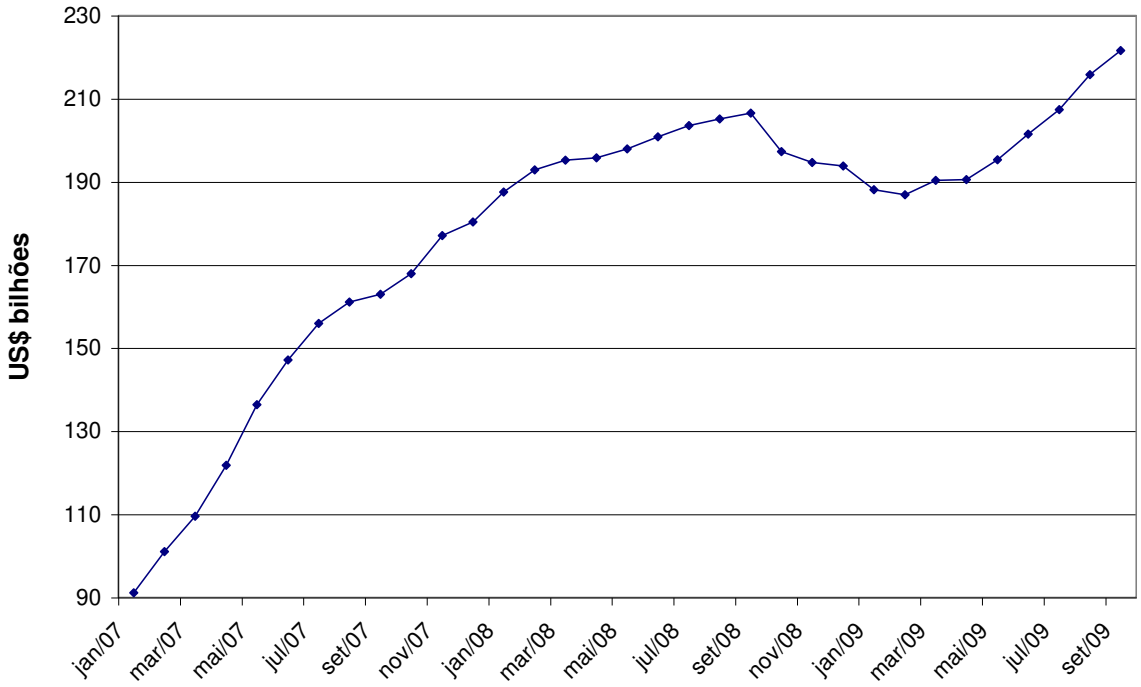
Banco Central	Quantidade (Bilhões de US$)	
	24/06/2009	31/12/2008
Banco do Canadá	0	0
Banco do México	3	0
Banco Central Europeu	60	291
Banco Nacional da Suiça	0	25
Banco do Japão	18	123
Banco da Inglaterra	3	33
Banco Nacional da Dinamarca	4	15
Banco da Reserva da Austrália	0	23
Riskbank da Suécia	17	25
Banco da Noruega	5	8
Banco da Reserva da Nova Zelândia	0	0
Banco da Coréia	10	10
Banco Central do Brasil	0	0
Autoridade Monetária de Singapura	0	0
Total	119	554

Fonte: traduzido de Fed (2009:4).

Em 2007 e 2008, quando o padrão do sistema monetário internacional era o dólar, vê-se que, apesar das políticas expansivas norte-americanas, houve valorização da moeda emitida pelos EUA: o Fed realizou operações cambiais com vários países para atender ao aumento súbito pela demanda mundial de dólares (ver tabela 6). Essas operações foram sendo reduzidas com o abrandamento da crise após março de 2009. Entretanto, isto só vale especificamente para os EUA, cuja moeda nacional é também o padrão internacional. Para todos os demais países, as crises podem levar a fuga de capitais, déficits de balanço de pagamentos e depreciação da moeda.

Conforme Plihon (2004:80), o sistema monetário internacional pós-Bretton Woods supõe que os países adotem taxas de câmbio flutuantes. Mas, na prática, os bancos centrais interferem no mercado de divisas, pois grandes flutuações podem levar a muitas falências de empresas financeiras ou ligadas ao comércio exterior. A intervenção no mercado de moeda estrangeira efetuada pelo Banco Central do Brasil no quarto trimestre de 2008, observada através da diminuição de suas reservas a partir de setembro de 2008, é um exemplo.

Gráfico 18 – Reservas Internacionais do Brasil entre janeiro de 2007 a setembro de 2009.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da série 3546 do Banco Central do Brasil.

O dólar, para o Brasil, não é uma moeda elástica como a moeda nacional, que o Banco Central pode produzir de maneira ilimitada. Ela é fruto do acúmulo de saldos positivos dos balanços de pagamentos ao longo dos anos de crescimento econômico. Conforme Stone, Walker & Yasui (2009:11), o Banco Central do Brasil usou instrumentos financeiros (*swaps* cambiais) para cobrir parte do aumento de demanda por moeda estrangeira e limitar o impacto sobre suas reservas. Mas a moeda estrangeira para repatriação de capital ou para pagamento de dívidas internacionais não é substituível por contratos que prometem rendimentos em moeda local iguais à variação cambial. Os contratos de *swap* cambial atendem apenas a demanda por reserva de valor. E se as reservas estrangeiras de um banco central se esgotam, resta a ele buscar empréstimos internacionais ou, em última instância, um empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

Entretanto, o FMI não é um prestamista de última instância semelhante aos bancos centrais.

> "As instituições multilaterais de Bretton Woods – o Banco Mundial e o FMI – nasceram com poderes de regulação inferiores aos desejados inicialmente por Keynes e Dexter White, respectivamente representantes da Inglaterra e dos Estados Unidos nas negociações do acordo, que se desenvolveu *basicamente*, entre 1942 e 1944 [...] Seu plano inicial previa a constituição de um verdadeiro Banco Internacional e de um Fundo de Estabilização. Juntos o Banco e o Fundo deteriam uma capacidade ampliada de provimento de liquidez ao comércio entre os países-membros e seriam mais flexíveis na determinação das condições de ajustamento dos déficits do balanço de pagamentos" (Belluzzo, 1995:13).

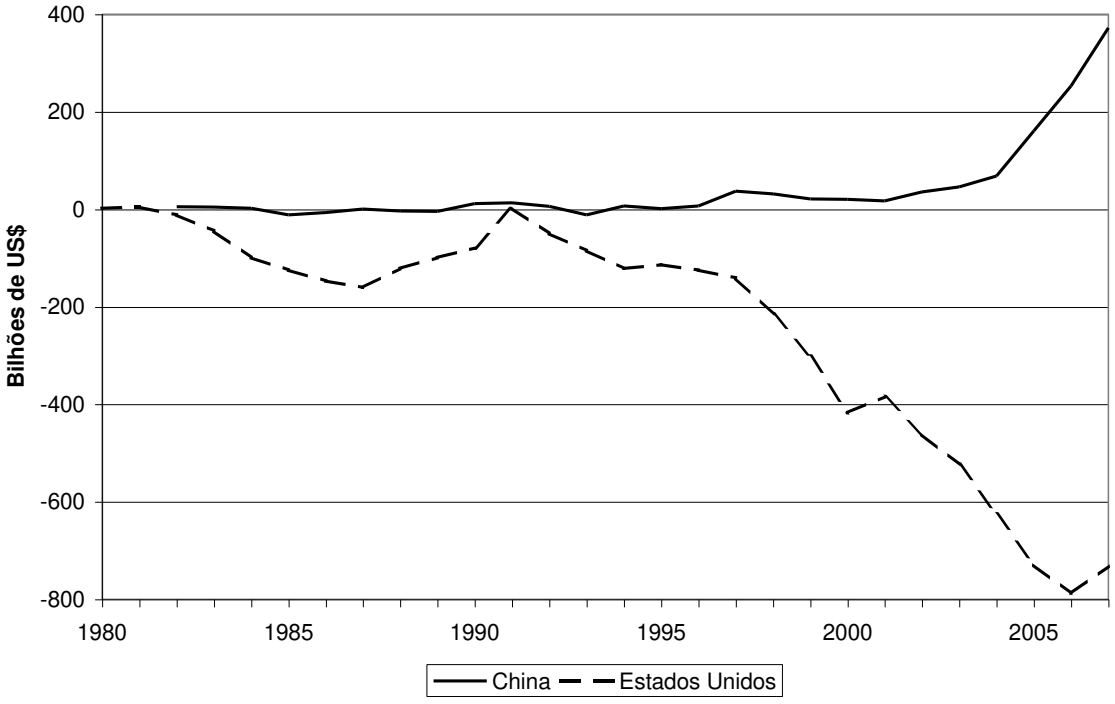
A proposta de Keynes era a criação de um banco, cujos depósitos funcionariam como uma moeda bancária internacional, com propósito de dar liquidez ao comércio entre nações e se contrapondo aos movimentos de preferência por liquidez internacional:

> "O principal objeto pode ser explicado em uma única sentença: providenciar para que o dinheiro obtido na venda de bens a um país possa ser gasto na compra de produtos de qualquer outro país. Em jargão, um sistema multilateral de *clearing*. Em inglês, uma moeda universal válida para

> transações comerciais em todo o mundo. Tudo mais no plano é acessório [...] A nova moeda não deveria ser conversível em ouro [...] Sob o antigo padrão-ouro, o ouro recebido por um país credor era completamente retirado de circulação. A presente proposta evita isto se beneficiando da experiência de bancos domésticos. Se um indivíduo armazena sua renda, não na forma de moedas de ouro em seus bolsos ou em seu cofre, mas por meio de um depósito bancário, esse depósito bancário não é retirado de circulação e dá a seu banqueiro o meio de fazer empréstimos àqueles que precisam [...]" (Keynes, 1943:528).

Keynes (1943) argumentava também que: caso algum país gastasse seus recursos de modo imprudente, poderia, como punição, não receber mais crédito do sistema multilateral de *clearing* até que voltasse a ter o comportamento aceitável; o acúmulo de superávits por longo prazo também deveria ser motivo para alguma forma de punição. Assim, um país poderia crescer acima ou abaixo da média mundial, mas teria que ser feito com a conta corrente do balanço de pagamentos equilibrada.

Gráfico 19 – Balanço em Conta Corrente.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.imf.org/external/datamapper/index.php, assunto: estatísticas de balanço de pagamentos/ conta corrente / conta corrente em US$ / *export data*, *yearbook* 2008.

As distorções, entre os países produtores de bens com alto valor agregado e as nações produtoras de commodities, teriam que ser reduzidas. Esse modelo, portanto, não permitiria países superavitários como a China e deficitários como os EUA da forma que vemos no gráfico 19.

Conforme Belluzzo (1995), o acordo final de Bretton Woods não refletiu os planos citados e resultou num FMI submisso ao poder de interesses norte-americanos. Assim, o verdadeiro regulador de liquidez internacional e prestamista de última instância internacional passou a ser o Federal Reserve.

Conceitualmente, o FMI foi projetado para funcionar como um fundo: ele só podia emprestar os recursos em ouro ou moedas que haviam sido depositados pelos países membros. Mas da mesma forma que no final do século XIX, a necessidade da moeda elástica volta a se impor.

> "Ao longo dos anos, entretanto, a relação entre as cotas e acesso [aos recursos] tem se tornado mais elástica: especialmente quando a demanda por recursos do FMI se tornou mais imprevisível por causa do papel dos fluxos de capital nos desequilíbrios dos balanços de pagamento" (FMI, 2001:55).

A partir de 1962, caso fossem necessários grandes volumes de recursos, o FMI passaria a captar recursos emergencialmente entre os países credores para emprestá-los aos países devedores. Ainda assim, ao invés de se adotar um formato de banco comercial, o FMI atual se aproxima mais de uma instituição financeira não bancária, isto é, não possui depósitos à vista em seu passivo.

Tabela 7 – Fontes de captação de empréstimos para o Fundo Monetário Internacional.

Captação de recursos pelo FMI			
Tratados de Empréstimos	**Período de validade do tratado**	**Número de países ou bancos centrais**	**Volume captado (bilhões de DES)**
Acertos gerais para empréstimos (GAB)	1983 a 2003	11	17
Acordo associado com a Arábia Saudita	1983 a 2003	1	1,5
Novos acertos para empréstimos (NAB)	1998 a 2003	25	34
Acertos gerais para empréstimos (GAB)	1962 a 1983	10	6,4
Linha de petróleo	1974	7	2,8
Linha de petróleo	1975	12	2,9
Linha de financiamento suplementar	1979 a 1984	14	7,8
Aumento de acesso a recursos			
Agência Monetária da Arabia Saudita (SAMA) (médio prazo)	1981	1	8
BIS e outros (curto-prazo)	1981	19	1,3
SAMA, BIS, Governo do Japão e Banco Nacional da Bélgica (curto prazo)	1984	4	6
Governo do Japão	1986	1	3

Fonte: Traduzido e adaptado de FMI (2001:73).

Os recursos para empréstimos provêm dos depósitos em moedas que cada país-membro faz em troca das quotas de participação e de empréstimos de fontes oficiais (ver tabela 7) ou mercados privados[87]. Ou seja, o FMI continua concebido para não criar moeda: ele somente empresta a moeda de outros países.

Em meados dos anos 1960, ministros dos países mais desenvolvidos se reuniram para resolver o problema de escassez de recursos do FMI e alguns propuseram a criação de uma nova moeda internacional, mas os EUA, mais uma vez, foram contra. Por imposição norte-americana, a solução para o problema não poderia criar uma moeda concorrente ao dólar[88]. Criaram, portanto, um mecanismo automático de direitos de saques. As quotas do Fundo, após 1969, começaram a ser expressas em direitos especiais de saques (DES), que se assemelhariam a uma moeda internacional, porém, o verdadeiro meio de pagamento internacional continuaria a ser o dólar norte-americano. O DES seria apenas um ativo complementar:

[87] Conforme FMI (2001:10), o Fundo, embora pudesse, nunca havia captado em mercados privados ao menos até 2001.

[88] Na ausência de uma outra moeda internacional, o crescimento das nações e do comércio internacional gera a necessidade crescente de emissão de dólares. E isso requer que os EUA sejam constantemente deficitários.

> "O DES não é uma moeda, nem é um passivo do FMI, ele é primariamente um direito potencial sobre moedas livremente utilizáveis. As moedas livremente utilizáveis, conforme determinado pelo FMI, são o dólar dos EUA, o euro, o yen japonês e a libra esterlina" (FMI, 2001:11).

A partir de 1970, cada país membro recebeu uma quantidade determinada de DES. Os países que utilizam parte desses direitos especiais de saque se tornam devedores e os países que fornecem suas moedas em troca de DES passam a ser credores. Enquanto o país devedor não adquirir a quantidade de DES que possuía inicialmente, terá que pagar juros. Simetricamente, enquanto um país possuir mais DES do que sua alocação inicial, ele receberá juros. Foi criado, dentro do FMI, para administrar o DES, um departamento à parte que possui balanço contábil separado do Fundo. O passivo desse balanço é constituído pelas dívidas do departamento para com os países credores e o ativo representa os diretos do departamento sobre os países devedores.

Contudo, por mais que os criadores do DES tenham se esforçado, o DES não deixa de ser, ainda que limitadamente, uma moeda internacional. É a unidade de conta utilizada pelo FMI e é, também, reserva de valor[89]:

> "O DES tem valor e utilidade como reserva porque sua posse, mantida no departamento de DES do FMI, pode ser trocada com outros participantes por moedas nacionais" (FMI, 2001:92).

O DES certamente não é um passivo do FMI, mas o é de um departamento do FMI. Entretanto, seu limite como moeda está na extensão do seu uso. Não é uma moeda largamente utilizada como meio de troca internacional, papel que é desempenhado pelo dólar, mas apenas nos desequilíbrios de balanços de pagamentos entre países. Mesmo como reserva o DES é pouco usado: representava menos 1,5% das reservas dos membros do FMI

[89] Conforme FMI (2001:93), o DES valia, inicialmente, 0,888671 gramas de ouro (o mesmo valor do dólar). Com o colapso do sistema de Bretton Woods, em 1973, e o fim do uso do ouro como referência do sistema monetário internacional, o valor do DES passou a ser definido ponderando-se o valor das moedas de 16 países (países com ao menos 1% das cotas do FMI). Como isso se revelou uma pobre unidade de conta e uma pobre reserva de valor, em 1981, substituiu-se esse conjunto de moedas por outro contendo moedas dos 5 países com maior exportação de bens e serviços. Atualmente, o conjunto contém 4 moedas: dólar dos EUA, euro, yen e libra esterlina.

em abril de 2001 (conforme FMI, 2001:89). O FMI também não tem poder discricionário para ampliar a emissão do DES, pois depende de aprovação por 85% dos votos dos países membros. Em novembro de 2009, o país com maior poder era os EUA, com 16,77% dos votos[90], seguido por Japão, Alemanha, França e Reino Unido, com 6,02%, 5,88%, 4,85% e 4,85% respectivamente. O poder de voto do Brasil somado a mais 8 países correspondia a 2,42%.

No início dos anos 1970, foi feita a primeira alocação de 9,3 bilhões de DES. Entre 1978 e 1981 foram alocados mais 12,1 bilhões de DES. Em 1993, o staff do FMI tentou alocar mais 36 bilhões de DES, mas não conseguiu aprovação de 85% dos votos dos países membros. O argumento para não aprovarem a expansão do DES é que havia mudanças fundamentais na economia mundial (FMI, 2001:103):

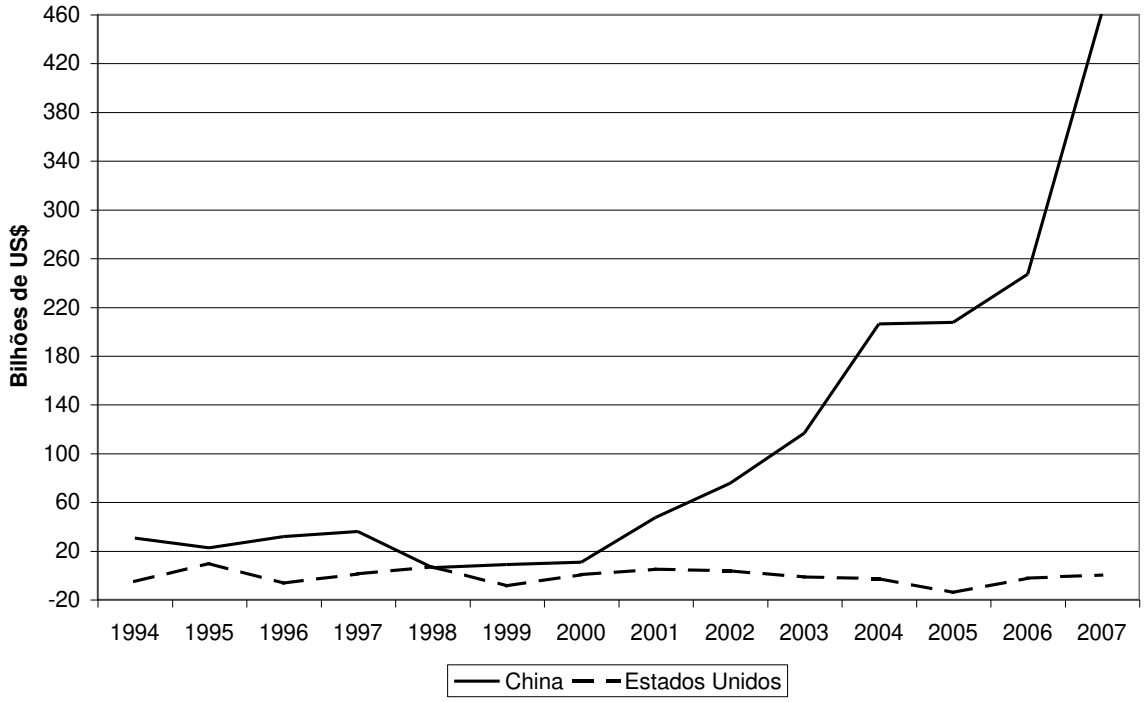
- a mudança para taxas flutuantes;
- o crescimentos dos mercados internacionais de capital e o aumento da capacidade das autoridades nacionais de captarem crédito;
- o conceito de liquidez internacional tinha se expandido para além das reservas internacionais (aumento do fluxo de capital internacional privado).

A terceira alocação representou um crescimento de 753% do balanço do departamento do FMI responsável pelos direitos especiais de saque – emissão de mais 182,5 bilhões de DES – e só veio a ser realizada a partir de agosto de 2009, após a crise no mercado norte-americano.

Portanto, embora não se tenha adotado a proposta que Keynes fez a mais de 60 anos, o FMI caminha lentamente, e a contragosto dos EUA, na direção de ter uma moeda elástica internacional não lastreada em ouro. Ainda não a possui, mas a falta dessa moeda se faz sentir periodicamente. Assim, impedido de expandir o DES, o FMI, após a crise do México em 1994 e com a percepção de que as crises estavam se tornando mais fortes, passou a captar muito mais recursos através do Novo Acerto de Empréstimos (sigla NAB em inglês).

[90] Obtido em 12 de novembro de 2009 em http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/eds.htm.

Gráfico 20 – Reservas de bancos centrais em ativos internacionais (DES, ouro, cotas do FMI, depósitos, títulos e moedas estrangeiras).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos em http://www.imf.org/external/datamapper/index.php, assunto: estatísticas de balanço de pagamentos/ Reserva de ativos / Reserva de ativos em US$ / *export data*, *yearbook* 2008.

Por outro lado, muitas vezes, o FMI exigiu, para conceder os empréstimos aos países deficitários, a adoção de políticas governamentais restritivas em plena crise. Desse modo, após a crise asiática, em 1997, muitos bancos centrais de países com moedas não livremente utilizáveis, como a China, começaram a fazer reservas próprias para reduzir sua dependência de empréstimos do FMI.

Em termos mundiais, no final do segundo trimestre de 2009[91], as reservas internacionais das autoridades monetárias estavam alocadas: 63% em ativos[92] oficiais atrelados ao dólar norte-americano, 27% em ativos denominados em euros e 10% em ativos ligados às demais moedas (cotas do FMI, DES, yens, libras esterlinas, etc).

[91] Conforme dados obtidos em http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm.
[92] Ativos oficiais posem ser: notas, depósitos bancários, títulos do tesouro, títulos de curto e longo prazo de governos, outros ativos utilizáveis em transações que envolvam balanços de pagamentos.

Desse modo, muitos países tendem a manter suas moedas depreciadas para facilitar o superávit comercial, acumular reservas internacionais e ter grande poder de intervir no mercado caso ocorra uma desvalorização descontrolada durante uma crise. Isso não seria necessário se houvesse um fornecedor de moeda elástica que socorresse os países nos períodos de crise.

Há, portanto, desequilíbrios construídos a partir da estrutura e dos conceitos em que atua o FMI: necessidade dos EUA terem balanço de pagamentos deficitário para gerar reservas internacionais para o mundo; e países tendo que acumular grandes reservas em dólares para se defenderem de eventuais crises. Além disso, não há garantias de que essas grandes reservas sejam suficientes para conter as crises que os países com moedas não livremente utilizáveis virão a enfrentar no futuro. A melhor solução seria poder contar com um prestamista de última instância internacional, isto é, um fornecedor de moeda elástica internacional que agisse de maneira anticíclica: nas crises ele concederia crédito mais livremente e, durante os períodos de crescimento, ele exigiria o equilíbrio dos balanços de pagamento.

Isso só poderá ser implementado, entretanto, se os EUA mudarem sua política em relação ao sistema monetário internacional, ou caso venham a enfraquecer economicamente perante os demais países. A emissão sem precedentes de DES a partir de agosto de 2009 não representa o início de alguma transformação, pois, com essa emissão, o total de DES em novembro de 2009 era da ordem de US$ 330 bilhões[93], ou seja, em torno de apenas 8% das reservas oficiais alocadas em moedas estrangeiras[94]. Um sinal mais forte de mudança seria, por exemplo, o uso do DES como meio de pagamento em transações comerciais. Outro divisor de águas seria a alteração dos princípios econômicos que têm regido as concessões de empréstimos de liquidez do FMI nas últimas décadas.

[93] Cotação do DES em 16 de novembro de 2009: 1 DES = US$ 1,60158.
[94] Total da reservas oficiais alocadas em moedas estrangeiras no final do primeiro semestre de 2009: US$ 4.269,552 bilhões (dado preliminar obtido em http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf).

4 - Prestamista de última instância no Brasil: formação e evolução

A história da prática de fornecer empréstimos de última instância é também a história da formação dos bancos centrais que, por sua vez, se entrelaça com a história das crises financeiras enfrentadas pelas nações. No caso do Brasil, vamos olhar essa evolução a partir da formação e da disseminação da moeda bancária até chegar ao sofisticado sistema financeiro atual.

4.1 - Evolução histórica

Após o período colonial, o sistema bancário brasileiro começou a se formar com a fundação do primeiro Banco do Brasil, que existiu entre 1808 e 1829. Conforme Ministério da Fazenda (1864:16), nesse período, além das moedas metálicas ou de emissão direta por governos de províncias, a única moeda bancária era emitida pelo Banco do Brasil, no Rio de janeiro, e suas filiais em São Paulo e na Bahia.

O Brasil não tinha uma economia capitalista moderna[95], pois a maior parte do trabalho era constituída por mão-de-obra escrava e o ciclo do café estava apenas no seu início (o café se tornaria o primeiro produto de exportação nacional nos anos 1840), mas a alta dos preços internacionais do café e a carência de emissão monetária interna, agravada com o fechamento do Banco do Brasil em 1829, contribuíram para a fundação de bancos nos anos 1830 como, por exemplo, a Caixa Econômica na Bahia em 1834[96] e o Banco Commercial do Rio de Janeiro em 1838.

> "O commercio, não obstante o estado das finanças, do meio circulante, etc., corria satisfactoriamente, mostrando uma ou outra vez, principalmente em 1835 e 1836, anciedade pelo melhoramento do meio circulante, e abalo pelas medidas propostas ou executadas. Creou-se um Banco de desconto nesta Côrte, que funcionou de 1838 em diante; e Montes de

[95] Conforme Mello (1975:20), "[...] o surgimento das economias exportadoras organizadas com trabalho assalariado deve ser entendido como o nascimento do capitalismo na América Latina". A economia brasileira do século XIX seria uma "economia mercantil-escravista nacional".
[96] Dado obtido em http://brazil.crl.edu/bsd/bsd/119/000081.html.

> Soccorros e Caixas Economicas com feições de Banco, instituirão-se na Bahia e nesta capital" (Ministério da Fazenda, 1865:22).

Conforme Gambi (2008:100), os bancos emissores eram autorizados, pelo governo, a emitir bilhetes bancários, também chamados de notas ou cédulas bancárias, que eram notas ao portador que circulavam até serem apresentadas nos guichês do banco emissor. Os vales eram um tipo de bilhete bancário que não eram aceitos como pagamento de dívidas com o governo nem podiam circular fora da cidade ou da província onde funcionava o banco emissor. Os vales e notas bancárias eram parte do meio circulante junto com as notas emitidas pelo Tesouro e moedas de ouro, prata e cobre.

Houve uma crise internacional em 1837 que causou falências no Brasil, mas, obviamente, não houve crise bancária nacional e, posteriormente, seguiu-se um tempo financeiramente calmo até 1853. Desde 1852, o governo passou a considerar que a concorrência entre os dois maiores bancos emissores existentes no Rio de Janeiro estimulava a queda de juros e a saída de recursos para outras províncias (Gambi, 2008: 111). Em 1852, as emissões do Banco do Brasil do Barão de Mauá (BBBM) eram da ordem de 1500 contos de réis e as emissões do Banco Commercial do Rio de Janeiro (BCRJ) estavam em torno de 250 contos de réis. Em 1853, o BBBM evoluiu sua emissão para quase 2000 contos e o BCRJ para um valor em torno de 1500 contos de réis (Gambi, 2008:104).

A solução seria fundir esses dois bancos emissores em um único banco, com monopólio para emissão de papel-moeda, com ações em poder privado (a maioria nas mãos dos antigos proprietários dos bancos originais), mas com presidente nomeado pelo governo (uma estrutura que se assemelhava ao Banco da Inglaterra na época).

> "No 1° semestre do anno de 1853 deu-se pressão no mercado monetário, que durou desde 30 de Abril até 23 de junho, não produzindo abalos extraordinários, ou acarretando crise. Proveio ella de abuso de crédito, da expansão das transacções dos dous Bancos existentes até então. O Governo, receioso de uma crise, em 24 de Maio de 1853 offereceu aos Bancos proporcionar-lhes um empréstimo até 4.000:000$000 em bilhetes do Thesouro, de prazo de 2 a 6 mezes sob caução de

> Apólices da divida pública recebíveis nas Estações Publicas em pagamento de impostos, etc., em certa proporção" (Ministério da Fazenda, 1865: 25).

Em 15 de julho de 1853, o governo aprovou três novas medidas pelo prazo de um ano:

- aumentar a emissão dos dois bancos, existentes no Rio de Janeiro, para até 6.000 contos de réis em notas à vista e ao portador, mas lastreadas em títulos da dívida pública;
- recolhimento dos títulos que servem de lastro em repartições públicas;
- criação de fiscais para esses bancos.

Aproveitando a crise, através do decreto n° 1.222 de 31/08/1853, o Ministério da Fazenda, após o prazo máximo de um ano, fundiria os dois bancos – os antigos Banco Commercial do Rio de Janeiro e o Banco do Brasil fundado pelo Barão de Mauá – e fundaria um novo Banco do Brasil que teria monopólio sobre a emissão de papel-moeda. Em 1854, além do novo Banco do Brasil ter começado a funcionar em abril, também iniciaram atividades o Banco Hypothecario, em maio, e o Banco Mauá, Mac-Gregor & C.ª, em setembro.

Nos anos que se seguiram, o Banco do Brasil seguidamente perdia reservas em ouro, solicitava ampliação de sua autorização para emitir notas bancárias, apesar de subir suas taxas de descontos. No final de 1857, uma crise nos EUA reduziu as exportações brasileiras, causou uma fuga de capitais para a Europa, e criou uma crise bancária brasileira, levando o Banco do Brasil a socorrer a Casa Bancária A. J. Alves Souto e a suspender a conversão de suas notas em ouro.

> "Esta crise, como opinavão pessoas entendidas, poderia deixar de actuar de um modo tão infeliz sobre nossas praças se o estado da circulação monetária fosse normal, e se o abuso de crédito não tivesse tomado tanta largueza, animando especulações de toda a casta, operações sobremodo imprudentes, e o jogo infrene de acções, assim de companhias existentes, como das que se planejavão, ou estavão dependentes de autorisação. E chegou-se também a attribuir a sua intensão à marcha administrativa do Banco do Brasil, pela sua incerteza, pela sua incoherencia, e pela

> medida da suspensão do troco em ouro de suas notas" (Ministério da Fazenda, 1865:28).

O Banco do Brasil, por determinação do governo, socorreu o Banco Mauá, Mac-Gregor & C.ª no período entre março a junho de 1858. Em julho, com o refreamento da crise, o governo cessou as solicitações de socorros bancários ao Banco do Brasil e este voltou a converter suas notas por ouro.

Em 1860, foi publicada a Lei 1.083 – Lei dos Entraves – que, originou a Caixa Econômica e Monte de Socorro do Rio de Janeiro (antecessoras da atual Caixa Econômica Federal[97]), e exigiu lastro em ouro sobre as emissões de notas dos bancos. As restrições monetárias levaram, em dezembro de 1862, o Banco do Brasil a pedir autorização ao governo para emitir o triplo do seu fundo, mas o governo só veio a conceder essa autorização em fevereiro de 1863 (Cavalcanti, 1890:135). A Sociedade dos Assinantes do Rio de Janeiro, futura Associação Comercial do Rio de Janeiro, que congregava, também, banqueiros, em 1864, culparia as restrições ao crédito e à ação dos bancos, impostas por essa Lei, como as causas de uma nova crise bancária.

Entretanto, segundo o Ministério da Fazenda (1865:75), o fator desencadeante da crise bancária de setembro de 1864 foi o aumento da concorrência bancária oriunda da criação de novos bancos, como Bahia Irmãos e C.ª, London and Brasilian Bank e o Brasilian and Portuguese Bank[98], que levaram a já financeiramente frágil A.J.A. Souto e C.ª à iliquidez. A inadimplência da Casa bancária A.J.A. Souto, afirma o Ministério da Fazenda (1865:72), levou dois bancos que operavam em Londres a suspenderem seus pagamentos, causando um aumento da incerteza internacional sobre o sistema bancário brasileiro. A cotação da dívida externa brasileira não se depreciou, mas houve depreciação cambial e aumento de preferência por liquidez.

[97] Conforme Costa Neto (2004:13).
[98] O London and Brasilian Bank e o Brasilian and Portuguese Bank foram os primeiros bancos estrangeiros a se instalar no Brasil, em 1863, e foram os introdutores dos cheques no mercado financeiro nacional.

> "Nos tempos de perturbações e de crises, os capitaes espavoridos procurão abrigo no exterior ou no interior, nos canaes mais seguros, embora mediante um diminuto juro, ou nas casas fortes, onde jazem ociosos, fugindo das vias da industria e do commercio e outras sujeitas a perigos. Entre nós isto se observou. Os capitaes que não se perdêrão com as fallencias, ou ficarão dependentes de suas liquidações, ou seguirão caminho do exterior, ou empregárão-se na acquisição de títulos da divida pública interna, ou em empréstimos ao Thesouro, ou se enthesourárão" (Ministério da fazenda, 1865:70).

O Banco do Brasil foi utilizado, mais uma vez, como fornecedor de empréstimo de liquidez, mas, conforme a descrição feita pela Casa Bancária J.A. Souto, essa atuação do Banco do Brasil parece ter sido muito conservadora:

> "É certo que no dia 10 do corrente não fomos pessoalmente pedir auxílio ao banco do Brasil, mas não o fizemos porque no dia anterior alli nos foi recusada a quantia 200:000$000, não parecendo aceitáveis os títulos que apresentamos, e porque no mesmo dia 10 occorreu o seguinte: Neste dia tínhamos que fazer pagamentos na importância de 900:000$000, e pretendíamos recorrer ao Banco do Brasil. Para este fim rogamos que viesse ao nosso escriptorio o Sr. Dr. José Machado Coelho de Castro, Fiscal do Banco [...] vistos os títulos que então possuíamos em nossa carteira, o Sr. Dr. Coelho de Castro [...] foi ao Banco do Brasil, e dalli voltou dizendo-nos que os 900:000$000 nos serião fornecidos se apresentássemos títulos novos, isto é, diversos dos que possuíamos, e os únicos de que podíamos dispor naquelle momento" (Ministério do Fazenda, 1865:62 série B) [99].

Somente depois de instalada a crise, o Banco do Brasil teve autorização do governo para triplicar, novamente, suas emissões, e a Lei de 1860 foi flexibilizada (Cavalcanti, 1890:136). Se, por um lado a atuação do Banco do Brasil na crise de 1864 não impediu a falência de cinco bancos[100], conforme se nota pelo Aviso de 1° de Outubro de 1865 do

[99] Correspondência de A.J.A. Souto & Cia, publicada no Jornal do Commercio de 15 de Setembro de 1864, expondo o que ocorreu entre a sua casa bancária e o Banco do Brasil nos dias 9 e 10 de setembro (dias que a crise se iniciou).

[100] Casa Bancária José Alves Souto & Cia, Casa Bancária Oliveira e Bello, Casa Bancária de Montenegro, Lima e Cia, Casa Bancária de Gomes & Filhos, e Casa Bancária de Amaral & Pinto.

Ministério da Fazenda, por outro lado o Banco do Brasil se tornou o segundo maior acionista do Banco Rural & Hipotecário em 1865 e o maior acionista em 1866 (Guimarães, 2007:136). Nesse período, o Banco do Brasil foi, de fato, um banco central, mas sua administração (e o governo) tratou a moeda como se fosse uma *commodity* e a elasticidade da moeda só foi consentida sob graves ameaças econômicas ou com crises já em curso.

A resultante expansão monetária para conter a crise fez com que, até 1866, o Banco do Brasil não conseguisse garantir a conversão de suas notas em ouro. E com a Guerra do Paraguai já instalada, o poder de emissão de papel-moeda foi transferido do Banco do Brasil ao Tesouro. Em 1875, foi editada uma lei regulando o auxílio a bancos pelo Tesouro.

No final do século XIX e início do século XX, num período de transição entre uma economia baseada no trabalho escravo e uma economia capitalista com trabalho assalariado, o sistema financeiro brasileiro passou também por uma fase de instabilidade.

> "A concentração de poder necessário para implementar políticas impopulares era facilitada pelo sistema político monárquico e pela demanda relativamente baixa de moeda e crédito inerente a um regime de trabalho escravo. No final da década de 1880, porém, a carência de moeda e crédito em meio à transição do regime de trabalho levou a descontentamentos e reivindicações crescentes que induziram um gabinete conservador a implementar uma reforma bancária que, em linha com proposições papelistas, autorizava a criação de bancos regionais com poder de emissão. A reforma foi aprofundada pelo primeiro gabinete republicano, com a política do ministro Rui Barbosa conhecida como Encilhamento" (Bastos, 2008:9).

Em 1892, em um dos momentos de fragilidade do sistema bancário, o governo autorizou a fusão do Banco do Brasil com o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil, resultando no Banco da República do Brasil (BRB). Conforme Costa Neto (2004:17), pensava-se, na época, em tornar o BRB em banco estatal, mas o receio de que isso desvalorizaria algumas ações e aprofundaria a crise, que veio a se instalar em 1893, fez com que ele se mantivesse privado, mas com presidência e vice-presidência indicada pelo governo. O BRB recebeu empréstimos do Tesouro para melhorar sua liquidez e ficou

encarregado do serviço da dívida interna nacional e com direito exclusivo de emissão. Entretanto, a fragilidade do BRB em uma economia em contração levou o governo a liquidar o BRB em setembro de 1900 e a reabri-lo, novamente, com capital privado e direção estatal. Devido a alterações na situação econômica, como a interrupção temporária do pagamento da dívida externa pública, negociada no *funding loan* de 1998, o BRB passou a acumular crescentemente saldos cambiais e passou a atuar como regulador de câmbio. Esse fato levou o governo a desejar sua posse e, assim, o Estado adquiriu 50% das suas ações e o presidente Rodrigues Alves, através do decreto n° 14.555 de 30/12/1905, fundou um novo Banco do Brasil.

> "Em 1906, depois de um compromisso político tenso com grupos exportadores (sobretudo em São Paulo) prejudicados por oito anos de apreciação cambial, o Brasil voltou ao padrão-ouro com a criação de uma Caixa de Conversão, abandonando-a apenas em meio à crise financeira global antes da Grande Guerra" (Bastos, 2008:10).

Após a redução das transações internacionais devida ao início da 1ª Guerra Mundial, o sistema bancário tendeu à nacionalização[101] e ao aumento de complexidade na rede interna. Foram criados: a Inspetoria Geral dos Bancos em 1920; a Câmara de Compensação de Cheques do Rio de Janeiro em 1921, administrada pelo Banco do Brasil; e a Câmara de Compensação de Cheques de São Paulo em 1932. Após um breve período de retomada dos fluxos de comércio e financiamento internacionais ao longo dos anos 1920, a crise de 1929 inicia bruscamente um longo período de contração. Esse fato, aliado à maior importância adquirida pelo mercado interno no Brasil levou, o presidente Getúlio Vargas a sugerir, em 1930, a criação da carteira de crédito agrícola do Banco do Brasil, além da carteira de redescontos e de lhe atribuir a liderança do sistema financeiro. Segundo Bastos (2008:18), no governo Vargas:

> "O recurso ao crédito público não se limitou a um papel complementar, mesmo antes de ter ficado claro que novos empréstimos externos líquidos desapareceriam por um tempo

[101] Conforme dados apresentados em Hambloch (1924:21), em 31/12/1922, aproximadamente 27% do total de depósitos à vista no Brasil devia-se aos bancos estrangeiros.

> indefinido, mas substituiu pragmaticamente algumas das funções anteriores do crédito externo, como por exemplo na defesa do café, além de conferir elasticidade ao sistema de pagamentos e apoiar a diversificação produtiva" (Bastos, 2008:18).

Assim, em 24/12/1930, foi recriada a Carteira de Redesconto (Cared) para conceder empréstimos de liquidez que ao sistema bancário que enfrentava a crise. Para Corazza (2006:3), a primeira tentativa de estabelecer um banco central no Brasil foi em 1923, no período do presidente Bernardes, e a segunda tentativa foi em 1931, quando um diretor do Banco da Inglaterra (Otto Ernest Niemeyer) sugeriu a transformação do Banco do Brasil em banco central. O problema é que a intenção da Missão Niemeyer era garantir o pagamento da dívida externa brasileira e a preocupação do governo, naquele momento, era estimular a economia que se encontrava em recessão. A fuga de capitais estava sendo contida por controle cambial e o Banco do Brasil funcionava, de fato, como um banco central, além de agregar a função de banco comercial. Em 1932, foi criada a Caixa de Mobilização Bancária (Camob), subordinada a Cared, que funcionou como um prestamista de última instância e absorveu ativos de bancos com risco de insolvência.

Conforme Corazza (1995:34), Getúlio Vargas, nos anos 1940, já desejava um banco central que regulasse as "enchentes e vazantes da moeda".

> "Mas o passo mais avançado [para a criação do Banco Central] foi, sem dúvida, a criação da Sumoc [Superintendência da Moeda e do Crédito], em 2 de abril de 1945, através do Decreto Lei nº 7.293 do presidente Dutra. A materialização desse ato se deveu aos esforços de um grupo de economistas liderados por Eugênio Gudin e Octávio Gouvêa de Bulhões e à nova ordem internacional, representada no Acordo de Bretton-Woods" (Corazza, 2006:3).

Mas, apesar da criação da Sumoc, nos últimos meses da ditadura de Vargas, o Banco do Brasil ainda manteve a função de conceder empréstimos de última instância:

> "O Banco do Brasil, enquanto banco central e órgão executor da política, operava a Carteira de Redesconto, para crédito seletivo e de liquidez, a Caixa de Mobilização Bancária,como emprestador de última instância [...]" (Corazza, 2006:5).

Corazza (1995:35) sugere que houve resistência à criação de um banco central no Brasil por parte de:

- funcionários do Banco do Brasil, que perderiam prestígio;
- banqueiros, que pensariam que a Sumoc representava um controle mais frágil;
- o comércio e a indústria, que se beneficiavam da expansão monetária;
- governo, que queria mais liberdade para políticas de expansão monetária.

Entretanto, conforme se vê em Bastos (2003:252), Eugênio Gudin trabalhava pela substituição do modelo desenvolvimentista do governo Vargas, para um modelo liberal, reduzindo a participação do Estado na economia. Portanto, segregar as funções de crédito comercial do Banco do Brasil das que criam a base monetária, isto é, emissão de papel-moeda, manutenção dos depósitos do sistema bancário e do governo, seria fundamental. A visão liberal não tinha por meta que o Banco do Brasil, que funcionava como banco central, regulasse, conforme as palavras de Vargas, "enchentes e vazantes da moeda", ou variações de preferência por liquidez, mas, principalmente, ajustasse a emissão da moeda com base na variação de valor de alguns ativos[102] - uma evolução da antiga política de preservar o valor da moeda através do lastro em ouro. Não basta simplesmente criar um banco central para que surja uma moeda elástica, é preciso, também, administrá-lo de forma que essa elasticidade seja produzida. Se o Banco do Brasil tivesse, nessa época, uma administração mais conservadora, ele poderia contrair sua concessão de crédito e uma parte da emissão monetária através dos depósitos bancários (a parte referente à emissão de papel-moeda estava a cargo do Tesouro). Ou seja, uma alternativa possível à criação de um banco central clássico seria retirar do Banco do Brasil a sua carteira comercial de modo semelhante ao que foi feito com o Banco da Inglaterra. Assim, a criação do Banco Central do Brasil é, também, uma luta em torno de modelos econômicos diferentes.

[102] Lembramos, aqui, que na forma liberal de pensar, os empréstimos de liquidez só são concedidos se um banco apresentar, como garantia, ativos com valores atualizados que cubram o valor do crédito. Entretanto, em recessões, o valor da maioria dos ativos se deprecia e, por diversas vezes na história, créditos de liquidez foram negados num primeiro momento e só concedidos com mais liberalidade após a instalação do pânico que se segue a uma grande falência. Essa, não é uma maneira de administrar a moeda elasticamente, e difere do que o Banco do Brasil fez nos anos 1930.

Após a criação da Sumoc, segundo Corazza (1995:39), uma das críticas ao Banco do Brasil era que as reservas dos demais bancos do sistema financeiro aumentavam a sua capacidade de atuar como banco comercial e conceder crédito. É interessante observar que, no Reino Unido, foi utilizado argumento oposto para justificar o abandono da função comercial pelo Banco da Inglaterra: sua posição conservadora o fazia perder mercado durante as fases de crescimento e ter má vontade de ajudar seus concorrentes nas fases de recessão. Embora no Reino Unido não tivesse exigência legal de depósitos compulsórios, o Banco da Inglaterra era detentor das reservas dos demais bancos e ele poderia usar esses recursos para conceder mais crédito. Certamente, a diferença de comportamento não se deu porque as funções de banco central do Banco da Inglaterra eram totalmente independentes do governo e as do Banco do Brasil dependentes. O grau de independência do Banco da Inglaterra em relação ao governo do Reino Unido o levou a ser estatizado, nos anos 1940, sob o argumento de que grande parte de sua atuação, agora exclusiva como banco central, dependia de elaboração de normas legais[103]. Essa crítica, que o Banco do Brasil recebeu, fazia parte da disputa entre dois bancos centrais no mesmo Estado: um recém criado com administração mais conservadora e outro, mais antigo, que fazia parte de um modelo onde o Estado induzia o desenvolvimento econômico. O período correspondente entre a criação da Sumoc e a criação do Banco Central do Brasil não é apenas de conflitos entre projetos econômicos, mas também de conflitos administrativos, pois nem a Sumoc e nem o Banco do Brasil tinham todas as funções de um banco central (um detém os passivos e ativos, mas quem define as taxas de juros é o outro).

A Sumoc passou a controlar parte da política monetária: fixação da taxa de redesconto, fixação de depósitos compulsórios dos bancos, fiscalização bancária, política cambial e operações de mercado aberto. O Banco do Brasil operava a Cared e a Camob (empréstimos de liquidez), a carteira de câmbio e comércio exterior (Cacex), as contas de depósitos dos bancos e do governo, e a câmara de compensação de cheques. O Tesouro emitia papel-moeda operando a Camor (Caixa de Amortização).

[103] Conforme foi discutido no capítulo anterior. Isto é, um banco central administra um sistema financeiro não só porque detém posição privilegiada no mercado monetário, mas, também, porque detém poderes que fazem parte do Estado.

Alguns reveses econômicos certamente enfraqueceram o grupo favorável à criação do banco central brasileiro:

> "Mas o governo não agiria com a mesma presteza para controlar outra fonte de desequilíbrio externo: as remessas financeiras, facilitadas pela liberalização completa empreendida pela Instrução 20 da SUMOC em agosto de 1946 ("tendo em vista as condições favoráveis do mercado de câmbio", no texto da lei), não paravam de aumentar sem que o governo restaurasse os controles originais [...] Assim, a resposta à crise da estratégia liberal foi restringida por limites: (1) aos esforços de criação de mecanismos de centralização financeira interna que apoiassem investimentos locais (privados e estatais); (2) à articulação planejada de metas de investimento e de mercados a criar aos quais talvez pudessem integrar-se filiais internacionais, complementando investimentos locais" (Bastos, 2003:256).

O governo de Juscelino Kubitschek também não beneficiava o projeto liberal e, portanto, a transformação da Sumoc em Banco Central do Brasil[104] só se concretizou no início do período da ditadura militar, na reforma financeira de 1964, quando a nova autarquia assumiu os ativos da carteira de redesconto e o poder de emitir papel-moeda. Entretanto, o Banco do Brasil ainda manteve, sob concessão do Banco Central, a câmara de compensação de cheques, as contas reservas dos demais bancos e a conta movimento. Esta última era uma conta de depósitos mantida pelo Banco do Brasil em nome do Tesouro que servia para receber impostos e taxas do público ou para dar crédito, que seria coberto pelo Banco Central, ao governo. Desse modo, o Banco do Brasil conseguia emitir moeda que o Banco Central era obrigado a sancionar. Ou seja, o Banco do Brasil e o Banco Central ainda eram dois bancos centrais incompletos. Alguns anos mais tarde, pela Lei Complementar n°12 de 1981, a administração da dívida pública foi colocada sob responsabilidade do Banco Central, tornando a estrutura do governo ainda mais complexa.

Certamente que o modo de interpretar o funcionamento da economia influencia diretamente na forma de controlar o sistema financeiro. Um banco central concebido para uma administração mais liberal tende a reduzir seus departamentos de controle cambial, por

[104] Criado na Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964.

exemplo. Mas o Banco Central recém criado não tinha em seu poder, sob nenhum ponto de vista econômico, todos os mecanismos para controlar a política monetária, nem o Tesouro tinha os mecanismos para administrar a política fiscal.

> "Dessa forma, o Bacen passava a abrigar um conjunto de despesas de responsabilidade do Tesouro, as quais não apareciam no seu orçamento. Criavam-se assim dois mecanismos de gastos de difícil controle, a conta movimento e a administração da dívida pública. Uma verdadeira cortina de fumaça passava a encobrir as conexões entre o tesouro, o Banco do Brasil e o Bacen [Banco Central], as quais exerciam pressões sobre a emissão primária de moeda e minavam a eficácia da gestão monetária" (Corazza, 1995:43).

Conforme Vidotto (1995:55), em 1986 o governo empreendeu uma reforma bancária, publicada anteriormente no voto 283/84 do Conselho Monetário Nacional (CMN), onde:

- tornou a conta movimento inativa (voto do CMN n° 45 de 30/01/1986 e Plano Cruzado);
- transferiu para o Banco Central as reservas dos bancos comerciais mantidas no Banco do Brasil (Resolução 1.091 de 20/02/1986 do CMN).

Com a Constituição de 1988, segundo Vidotto (1995:62), o Banco do Brasil perdeu grande parte de sua função de caixa do Tesouro para o Banco Central (Bacen) e este teve a gestão da dívida pública transferida para a Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A partir desse ponto, o Brasil voltou a ter um único banco central e o Banco do Brasil se tornou banco comercial controlado pelo governo. Além desta última, restaram algumas características especiais ao Banco do Brasil: operar a câmara de compensação de cheques, promover o desenvolvimento através da carteira de crédito agrícola, ser o maior banco comercial brasileiro.

Apesar do Brasil ter conseguido reunir as funções de um banco central em uma única instituição, isso não garantiu um controle pleno sobre o movimento de criação monetária. No período que precedeu o Plano Real (1994), a inflação elevada fazia com que o sistema bancário mantivesse sua liquidez em moeda doméstica no menor patamar possível para

cumprir o depósito compulsório. Isso tornava o mercado aberto instável. Como a moeda era frágil, a reserva voluntária de liquidez era diariamente investida na compra de títulos públicos, pois estes pagavam juros. Para manter a taxa de juros no mercado aberto sob controle, o Banco Central era forçado a variar, diariamente, a oferta de títulos públicos de modo a atenuar os efeitos das variações de demanda sobre a taxa de juros. Isso é o mesmo que dizer que o Banco Central, para manter uma determinada taxa de juros, era obrigado a ofertar, diariamente, a quantidade de moeda que o mercado desejava, pois, no mercado aberto, trocam-se títulos por reservas. Essas operações diárias foram tratadas em vários textos como "zeragem automática"[105], mas que chamaremos neste trabalho de "operações de zeragem". Conforme Torres (1999:123),

> "Zerar o mercado de reservas bancárias significa gerenciar a liquidez para evitar que as oscilações autônomas do fluxo de caixa do banco Central causem volatilidade na taxa de juros [...] A diferença entre os países não está na finalidade da atuação e nem no instrumento utilizado, mas na freqüência com que as intervenções são realizadas."

Após o Plano Real, com a redução da inflação e do custo de carregamento de reservas, a volatilidade diária da demanda por títulos e reservas diminuiu e o Banco Central passou a não mais realizar leilões diários. A oscilação da taxa de juros do mercado aberto passou a ser maior, mas dentro de uma banda tolerável graças ao novo regime do mercado. Conforme Sobreira & Paula (1996:127), a oscilação maior da taxa de juros significa uma incerteza maior e, portanto, causa uma maior preferência por liquidez por parte dos bancos, levando-os a manter reservas livres maiores.

> "Por outro lado, a pressão de ajuste de liquidez dos bancos, que antes recaía sobre o Banco Central, passa a se dar, doravante, fundamentalmente no mercado interbancário, que fica responsável pela realização do *screening* das instituições deficitárias. Esse mercado torna-se, efetivamente, o *locus* da

[105] Conforme Torres (1999:122), muitos autores, incluindo ex-diretores e ex-presidentes do Banco Central, usam o termo zeragem automática erroneamente, tentando se referir à redução das operações de zeragem sistêmica. Zeragem sendo definida como a gestão de liquidez que o Banco Central realiza no mercado aberto para reduzir a volatilidade da taxa de juros. Se o número de intervenções no mercado diminui, aumentam as oscilações na taxa de juros que o Banco Central controla. Assim, nós usamos o termo "redução das operações de zeragem" para o que, por exemplo, Sobreira & Paula chamam de "fim das operações de zeragem automática".

> administração de liquidez das instituições bancárias. O acesso principal a recursos junto às autoridades monetárias passa a ser realizado através das operações de redesconto, mecanismo pelo qual o Bacen redesconta os títulos dos bancos que estão com problemas de liquidez, cobrando, para tanto, uma taxa punitiva — conhecida como taxa de redesconto" (Sobreira & Paula, 1996:127).

Ou seja, a redução das operações de zeragem não significa que deixa de existir a criação endógena de moeda no sistema bancário, mas essa criação sofre novas restrições. A redução das operações de zeragem permitiu ao Banco Central separar as operações de mercado aberto das operações de redesconto de liquidez. Os bancos tiveram que armazenar moeda central para ter liquidez no período entre dois leilões de zeragem do Banco Central. Os depósitos compulsórios, assim como os livres, representam um "tanque" de liquidez que permite aos bancos reduzir as operações de zeragem. Desse modo, os depósitos compulsórios ajudam a estabilizar o sistema. Caso esse armazenamento não fosse suficiente, teriam que recorrer a empréstimos interbancários ou ao redesconto de liquidez.

Dentro dessa nova situação, com redução de liquidez, o sistema bancário passou por um processo de adaptação, onde muitos bancos grandes e antigos deixaram de existir. Conforme Barbosa (2008:100), em dezembro de 1990, um dos maiores bancos privados da época, o Banco Nacional, já estava "tecnicamente" falido, mas, devido a uma fraude contábil, conseguiu esconder sua situação e permanecer em funcionamento. Ainda segundo Barbosa (2008:99), a Comissão de Inquérito do Banco Central concluiu que o Banco Nacional se tornou insolvente por causa da inadimplência em sua carteira de crédito, mas que, na época da concessão desses empréstimos, os clientes e garantias não possuíam restrições que pudessem comprometer a quitação de suas dividas.

Com a redução de liquidez no sistema bancário, que ocorreu com a da redução das operações de zeragem em outubro de 1995, casos como o do Banco Nacional se tornaram ilíquidos. Em 18 de novembro de 1995, o Banco Central colocou o Banco Nacional sob Regime de Administração Especial Temporária (RAET) que o dividiu em duas partes: um banco bom, e um banco ruim. O banco bom foi vendido ao Unibanco e o banco ruim foi colocado, em 1996, em Regime de Liquidação Extrajudicial (RLE).

Através da Medida Provisória 1179 (posteriormente Lei 9710/98 e Lei 9447/97) e da Resolução 2208 do CMN de 03/11/1995, foi criado o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), por meio do qual o Banco Central passou a estimular a cisão, incorporação e a fusão de bancos. Para isso, além da flexibilização de exigências de compulsórios e outros limites operacionais, o Banco Central oferecia uma linha de assistência financeira desde que fossem fornecidas garantias em dívidas ou títulos públicos. Muitas dessas dívidas públicas que eram aceitas em garantia resultavam de antigas políticas públicas que haviam sido abandonadas. Conforme Barbosa (2008:105), o Banco Central também financiava a aquisição da "moeda podre" que seria usada na garantia do empréstimo.

> "O PROER [isto é, Banco Central] emprestou ao Banco Nacional 5,9 bilhões de reais, com taxa de juros de 9% ao ano mais TR. Este empréstimo incluiu recursos que foram utilizados na aquisição de 6,78 bilhões de reais de direitos creditórios contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), dos bancos Itaú, Bradesco, Real, BCN e Unibanco, com deságio de 65% sobre o valor de face, com desembolso de 2,402 bilhões de reais" (Barbosa, 2008:104).

O empréstimo ao insolvente Banco Nacional era necessário para tornar possível a construção de um banco bom, isto é solvente, que contivesse todos os seus depositantes e credores mais líquidos para não lhes causar prejuízos e nem ao sistema de pagamentos. Esse banco bom foi, posteriormente, vendido ao Unibanco que pagou uma parte do valor estipulado com ações suas. O banco mau era composto, em seu ativo, por créditos ruins e ações do Unibanco, e, em seu passivo, pelo empréstimo do Banco Central e passou ser liquidado extrajudicialmente. Conforme Barbosa (2008:107), descontando-se o valor recebido pelo Unibanco e o valor das garantias dos empréstimos ao Banco Nacional, a injeção liquida de recursos do Bacen nessa intervenção foi de R$ 2,6 bilhões.

Conforme Lima & Andrezzo (1999:274), do total de 271 bancos de todos os tipos existentes no início do Plano Real (julho de 1994), 48 (17,7%) passaram por transferência de controle acionário ou incorporação por outras instituições até dezembro de 1997. O

Banco Central submeteu, nesse período, 43 bancos a algum tipo de regime especial, sendo que 32 eram bancos privados comerciais ou múltiplos, e 7 eram bancos públicos comerciais ou múltiplos.

Sem dúvida houve custo para o governo e uma alternativa ao PROER teria sido a compra de bancos insolventes pelo Estado ou, nos moldes que o Reino Unido fez em 2007 e 2008, a compra temporária de participação acionária. O PROER existiu num período de administração mais liberal, não apenas no Brasil, onde o Estado não era tido como um bom gestor e, portanto, o objetivo era transferir um banco mal gerido para um administrador privado mais eficiente. Prova disso é que, além do PROER, foi lançado, em 1996, o PROES – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária. O resultado do PROES não foi, por exemplo, uma fusão de bancos estaduais com bancos federais, mas uma transferência de gestão e propriedade de bancos públicos para a iniciativa privada. Assim, sob o PROES, o Banco Itaú adquiriu o Banco Estadual de Minas Gerais (BEMGE), o Banco Estadual do Rio de Janeiro (Banerj), o Banco Estadual do Paraná (Banestado), e Banco do Estado de Goiás (BEG); o Bradesco arrematou o Banco do Estado da Bahia (Baneb); o Banco Santander comprou o Banco do Estado de São Paulo (Banespa); e o Banco ABN Amro obteve o Banco do Estado de Pernambuco (Bandepe).

O socorro a bancos públicos permitiu aos mais liberais criticarem a gestão e as políticas públicas, ao passo que o auxílio financeiro aos bancos privados permitiu aos mais progressistas criticarem o excesso de especulação e a transferência de recursos públicos para agentes privados. Certamente, um sistema financeiro completamente estatal perderia a criatividade e o espírito inovador característicos do capitalismo. Nos sistemas financeiros híbridos, pode-se ter alguma criatividade gerada pelos bancos privados e, também, alguma estabilidade garantida pelo crédito mais direcionado ao bem estar público dos bancos estatais. Entretanto, mesmo nos sistemas híbridos, o sistema financeiro estará sujeito a crises periódicas e necessitará do socorro do Estado. E sempre que algum banco central tentou administrar a moeda de maneira rígida (menos contra-cíclica), o custo para a sociedade terminou sendo alto.

Numa tentativa de atenuar o custo para o Estado, no mesmo momento que sucedeu a redução das operações de zeragem, foi criado, pela Resolução n° 2.211 do CMN de 17/11/1995, o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), associação sem fins lucrativos, que, em caso de insolvência, intervenção ou liquidação de um banco, garante depósitos à vista, a prazo, e outros até um determinado limite. Os recursos do FGC provêm de contribuições sobre o total de cada depósito garantido que os bancos recolhem mensalmente. Em tese, se, na época que o Banco Nacional sofreu o RAET, o FGC existisse e tivesse fundos suficientes para pagar o valor garantido a cada correntista, as perdas dessa falência não recairiam sobre o Estado, mas apenas sobre os depositantes com mais recursos que o valor garantido. Na prática, entretanto, o FGC pode não ser suficiente, pois a falência de um banco também pode induzir a uma maior e generalizada preferência por liquidez, causando impacto no sistema interbancário e forçando o Banco Central a ceder empréstimos de última instância.

4.2 - A situação no século XXI

No final do século XX, foi publicada a Lei Complementar 101 de 04/05/2000 – conhecida por Lei de Responsabilidade Fiscal – que impôs um modelo que permite ao Banco Central apenas conceder empréstimos de liquidez para bancos solventes:

> "Art. 28. Salvo mediante lei específica, não poderão ser utilizados recursos públicos, inclusive de operações de crédito, para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional, ainda que mediante a concessão de empréstimos de recuperação ou financiamentos para mudança de controle acionário §1° A prevenção de insolvência e outros riscos ficará a cargo de fundos, e outros mecanismos, constituídos pelas instituições do Sistema Financeiro Nacional, na forma da lei. § 2° O disposto no *caput* não proíbe o Banco Central do Brasil de conceder às instituições financeiras operações de redesconto e de empréstimos de prazo inferior a trezentos e sessenta dias".

A Lei de Responsabilidade Fiscal pressupõe no §1° do Art. 28 que o Banco Central tem condições de distinguir com precisão, ao decidir se socorrerá uma instituição financeira,

entre: uma situação de iliquidez com solvência, e uma situação de iliquidez com insolvência. Se o banco a ser socorrido for solvente, o Banco Central pode conceder crédito de liquidez, senão, para não haver perda de recursos públicos, um fundo como o FGC, por exemplo, faz o papel que o Banco Central, no passado, desempenhou no PROER.

Como temos visto ao longo deste trabalho há dois problemas:

- na avaliação de solvência bancária há, *ex ante*, incerteza;
- na determinação do volume de recursos necessários ao fundo há, também, *ex ante*, incerteza.

A incerteza da solvência bancária decorre da incerteza que existe na avaliação de grande parte dos ativos e passivos que os bancos possuem. Ativos líquidos podem ser avaliados por seu preço de mercado, mas o valor presente de ativos ilíquidos depende do fluxo de caixa que se acredita que estes ativos irão gerar e de taxas de juros que as rendas futuras serão descontadas até a data presente. Há incerteza tanto no fluxo de caixa quanto nas taxas de desconto desse fluxo. O fluxo de caixa é composto por rendas futuras que cada ativo vai gerar e estas dependem de situações econômicas futuras que, no momento da decisão do Banco Central, apenas pode-se imaginar como possíveis cenários. As taxas de descontos utilizadas são, em geral, as taxas de juros sobre dívidas livres de risco, ou seja, as taxas de juros de mercado aberto. Os valores que essas taxas irão assumir num futuro mais longo são incertos, pois dependem de decisões futuras do Comitê de Política Monetária do Banco Central que, por sua vez, dependem de situações econômicas futuras e interpretações que os diretores do Bacen farão delas. Há casos recentes desse tipo de incerteza. O Banco da Inglaterra concedeu crédito de liquidez, no final de 2007, ao Banco Northern Rock porque a agência de supervisão do Reino Unido, a FSA, afirmou que ele era solvente. Entretanto, no início de 2008, o governo inglês teve que comprar ações do Banco Northern Rock para mantê-lo em funcionamento, ou seja, ele era insolvente.

A mesma incerteza recai sobre o valor dos ativos que se aceitam como garantias de créditos de liquidez. Ou seja, só conceder crédito a bancos que tenham ativos avaliados instantaneamente como bons pelos critérios de mercado não é garantia de que não haverá

perda de recursos públicos. Um exemplo recente das perdas que ativos bem avaliados pelo mercado podem causar são os títulos gerados no mercado norte-americano de securitização de créditos imobiliários ao longo dos anos 2000. Se acaso de tratasse de um problema de risco e não de incerteza, ele seria contornável, pois bastaria apenas exigir garantias com um valor maior que o valor do crédito concedido pelo Banco Central: o percentual maior de garantias seria equivalente à probabilidade de perda de valor delas. Mas eventos recentes mostram que esses não são problemas de risco, mas de incerteza. A propagação de risco sistêmico, em 2008, que ocorreu após a recusa de socorro do Fed ao Banco Lehman Brothers sob alegação de que este não tinha ativos bons que servissem como garantia, constitui-se num exemplo.

Considerando-se que há uma dupla incerteza – a incerteza sobre a solvência da instituição e a incerteza sobre o valor de ativos provém da mesma origem – conclui-se que é temerário para o Banco Central do Brasil, tendo-se em vista a Lei de Responsabilidade Fiscal, aceitar ativos que não sejam títulos públicos livres de risco. É temerário porque não há certeza de que o banco socorrido não venha a ser insolvente e que, nesse caso, os ativos de crédito apresentados como garantia consigam cobrir o empréstimo de liquidez. Desde Bagehot, acredita-se que banco solvente é o banco que possui ativos bons para serem usados como garantia. Porém, diferentemente da crença liberal dominante no final do século XX e início do século XXI, Bagehot considerava que o valor atribuído ao ativo deveria ser aquele anterior à depreciação causada por uma crise.

Caso fosse possível determinar instantaneamente que uma instituição se tornou insolvente, ainda assim, haveria o problema de prever, anteriormente, qual o volume mínimo de recursos que um fundo que concede empréstimos em última instância precisa ter para evitar que crises atinjam o sistema de pagamentos. Para tanto, seria necessário prever as dimensões que futuras crises econômicas poderiam atingir, ou seja, antever o aumento de preferência por liquidez que uma reversão de expectativas pode causar. Isso, porém, não é possível, pois há componentes subjetivos nessa determinação. Na crise que se iniciou em 2007 nos EUA, apesar do Fed socorrer indiretamente várias empresas insolventes como, por exemplo, a seguradora AIG, os recursos do fundo FDIC, que socorreu dezenas de

bancos falidos, quase se esgotou e o governo chegou a se preparar para fazer aporte de recursos.

Se os problemas apontados realmente existem, por que a Lei de Responsabilidade Fiscal propôs essa solução? Há quem diga que foi uma reação contrária da opinião pública e do Congresso a empréstimos concedidos pelo Banco Central a bancos[106] que apostaram na apreciação do real na crise cambial de 1999. Mas, como já discutido, reações contrárias a utilizar recursos públicos para socorrer instituições privadas sempre existiram. Além disso, o objetivo principal de bancos centrais modernos não é a apuração de lucros para seus governos, mas promoção da estabilidade financeira que é um bem público. E o governo que tinha comando sobre o Banco Central em 1999 era o mesmo que tinha maioria no Congresso em 2000. Na verdade, no período em que foi proposta essa Lei, a forma convencional de entender o funcionamento da economia divergia do aqui apresentado. No modo como os autores da Lei de Responsabilidade Fiscal entendiam a economia, não só seria possível identificar instantaneamente e com certeza um banco insolvente como, também, seria possível calcular a quantidade de recursos necessária para um fundo evitar um grande aumento de preferência por liquidez. Nessa forma convencional de entender a economia, que chamamos de liberal, os ativos ilíquidos poderiam ser avaliados por agências privadas de *rating* ou por modelos estocásticos de risco bancário que, depois, eram validados pelo mercado, quando os agentes econômicos passavam a comprar e vender tais ativos seguindo as previsões realizadas. Entretanto, como se viu na crise de 2007 nos EUA, as previsões dessas agências e modelos, em um determinado momento, se mostraram incorretas, pois o mercado não distribuiu os recursos de maneira eficiente e que permitisse um crescimento contínuo da economia. E a hipótese de que o livre mercado sempre distribui os recursos econômicos de maneira eficiente é básica para o liberalismo.

O Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, que devem se subordinar à Lei de Responsabilidade Fiscal, editaram normas como a Circular n° 3.105 de 05/04/2002, do Bacen, que é válida até os dias atuais, estabelecendo, entre outras exigências, que:

[106] Os pequenos Banco Marka e Banco FonteCindam teriam feito apostas em posição contraria a maioria do mercado. A diretoria do Bacen argumentou que haveria risco sistêmico caso não socorresse esses pequenos bancos que se tornaram insolventes.

- o Redesconto do Banco Central é restrito para instituições financeiras titulares de contas reservas bancárias;
- as operações de redesconto podem ser concedidas por no máximo 180 dias;
- podem ser objeto de redesconto não apenas títulos públicos, mas outros títulos e valores mobiliários, créditos e direitos creditórios e outros ativos;
- taxa da operação é determinada pela diretoria colegiada do Bacen.

Mas, conforme a Lei de Responsabilidade Fiscal, esses créditos só podem ser concedidos a bancos solventes, isto é, que tenham ativos "bons" que sirvam de garantia para um empréstimo de liquidez. Quais seriam os critérios para avaliar esses créditos como "bons"? Há duas possibilidades conforme critérios econômicos diferentes: ou seguem-se os critérios correntes e instantâneos do mercado; ou, para quem entende que o mercado apresenta falhas momentâneas, seria uma média de longo prazo das avaliações feitas pelo mercado. Para quem não acredita que o mercado livre distribua os recursos de maneira equilibrada, nenhuma dessas avaliações seria suficiente para evitar, com certeza, perdas para o Banco central. E, caso, no futuro, qualquer dessas formas de avaliações se mostrem erradas, os responsáveis pela decisão do Banco Central do Brasil, que é uma autarquia, podem ser processados com base na Lei nº 4.717, de 29/06/1965, conhecida por Lei de Ação Popular (grifo nosso):

> "Art. 1º **Qualquer cidadão será parte legítima para pleitear a anulação ou a declaração de nulidade de atos lesivos ao patrimônio** da União, do Distrito Federal, dos Estados, dos Municípios, **de entidades autárquicas**, de sociedades de economia mista (Constituição, art. 141, § 38), de sociedades mútuas de seguro nas quais a União represente os segurados ausentes, de empresas públicas, de serviços sociais autônomos, de instituições ou fundações para cuja criação ou custeio o tesouro público haja concorrido ou concorra com mais de cinqüenta por cento do patrimônio ou da receita ânua, de empresas incorporadas ao patrimônio da União, do Distrito Federal, dos Estados e dos Municípios, e de quaisquer pessoas jurídicas ou entidades subvencionadas pelos cofres públicos".

Assim, desde a publicação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) o Banco Central não concedeu, ao longo dos anos 2000, nenhum empréstimo de liquidez que não fosse com garantia de títulos públicos. Conforme a Nota Pública n° 108/23 do FMI[107], com o início da crise em meados de 2007 nos EUA, a deficiência legal se tornou clara:

> "Os diretores [do Bacen] destacaram a percepção do quadro de funcionários de que a corrente crise financeira global realçou a necessidade de melhorar a supervisão sobre a liquidez e as linhas de empréstimo em última instância, e que um trabalho está em marcha para fortalecer os fundamentos legais de linhas de empréstimo em última instância do Banco Central".

Mas só com o acirramento da crise, em outubro de 2008, é que foi publicada uma lei específica, conforme o *caput* do Artigo 28 da LRF, que permitisse o uso de recursos públicos para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional.

Em outubro de 2008, isto é, no contexto da crise, uma medida provisória, que foi convertida na Lei n° 11.882 em 23/12/2008, concedeu ao CMN o poder de definir os critérios de avaliação de garantias nos empréstimos de liquidez:

> "Art. 1o O Conselho Monetário Nacional, com o propósito de assegurar níveis adequados de liquidez no sistema financeiro, poderá: I - estabelecer critérios e condições especiais de avaliação e de aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central do Brasil em operações de redesconto em moeda nacional ou em garantia de operações de empréstimo em moeda estrangeira [...] § 1o Nas operações de empréstimo referidas no inciso I do caput deste artigo, fica o Banco Central do Brasil autorizado a: I - liberar o valor da operação na mesma moeda estrangeira em que denominados ou referenciados os ativos recebidos em garantia; e II - aceitar, em caráter complementar às garantias oferecidas nas operações, garantia real ou fidejussória outorgada pelo acionista controlador, por empresa coligada ou por instituição financeira [...]".

[107] *IMF Executive Board Concludes 2008 Article IV Consultation with Brazil*, de 08/08/2008, obtido em http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn08103.htm#P22_350 .

E, complementarmente à Lei 11.882, o CMN emitiu a Resolução n° 3.622 de 09/10/2008:

> "Art. 2º Fica o Banco Central do Brasil autorizado a receber: I – nas operações de redesconto de que trata esta resolução, créditos identificados no Sistema Central de Risco (SCR) com classificação nas categorias de risco AA, A e B, observados os seguintes parâmetros mínimos na relação entre ativos e valor do redesconto: a) se envolverem créditos contra clientes com operações em mais de uma instituição financeira ou em empréstimo em consignação em folha de pagamento do setor público: 1. 120% (cento e vinte por cento), para créditos classificados na categoria de risco AA; 2. 130% (cento e trinta por cento), para créditos classificados na categoria de risco A; 3. 140% (cento e quarenta por cento), para créditos classificados na categoria de risco B; b) se envolverem créditos não incluídos na alínea "a" deste inciso 1. 150% (cento e cinqüenta por cento), para créditos classificados na categoria de risco AA; 2. 160% (cento e sessenta por cento), para créditos classificados na categoria de risco A; e 3. 170% (cento e setenta por cento), para créditos classificados na categoria de risco B; II - nas operações de empréstimo em moeda estrangeira, como garantia a) 105% (cento e cinco por cento), para títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil (*Global Bonds*) ou por outros países, devendo, neste caso, possuir *rating* de longo prazo equivalente, no mínimo, ao grau A [...]".

A Lei 11.882 e a Resolução n° 3.622 permitiram ao Banco Central uma segurança legal para aceitar outros ativos além dos títulos públicos livres de risco. Isso não significa, entretanto, o surgimento de um provedor de moeda elástica no Brasil, pois, mesmo que a inadimplência de um ou mais bancos ameace o Sistema de Pagamentos, se esses bancos não tiverem ativos classificados conforme a Resolução 3.622 em volume suficiente para receber a liquidez que necessitam, o Banco Central do Brasil fica impedido de agir. Tampouco significa que o Banco Central não terá prejuízos nos empréstimos que conceder utilizando os critérios de classificação da Resolução n° 3.622, porque, conforme já discutido, modelos de *rating* não são capazes de prever as futuras variações de valor dos ativos. Ou seja, se, no passado, ativos classificados como AA apresentaram 20% de perda

de valor no prazo de um ano, isso não significa que, no aprofundamento de uma crise, esse percentual de perdas não possa ser ultrapassado.

Como já visto em capítulos anteriores, no final de 2008 e início de 2009, o Banco Central do Brasil combateu a crise através da liberação de empréstimos compulsórios e em intervenções no mercado cambial. Mas a recuperação econômica também necessitou, além de políticas fiscais, do apoio do Fundo Garantidor de Créditos[108] (não governamental) e de bancos públicos[109] como o Banco do Brasil, que compraram carteiras de crédito de bancos menores durante a crise de liquidez, ajudando a tornar a moeda mais elástica.

> "Em um trabalho próximo ao BC, o fundo atuou de forma fundamental para garantir a estabilidade sistêmica, usando seu patrimônio para comprar carteiras de crédito dos bancos com problemas [...] Para o FGC, o saldo da crise foi um giro de compras de carteiras de crédito que superou R$ 10 bilhões, em 280 operações feitas em pouco mais de seis meses. Duas a cada três dias. O estoque de ativos comprados ficou em R$ 6,6 bilhões [...] A crise acabou, os bancos retomaram a liquidez e esse estoque já foi totalmente repassado ao mercado" (Valor Econômico, 26/10/2009).

E, no relatório da administração do balancete do quarto trimestre de 2008 do Banco do Brasil[110], afirma-se:

> "Ainda em relação ao crédito, o BB intensificou sua estratégia de aquisição de carteiras de crédito de pequenos bancos, favorecida pelas medidas adotadas pelo Bacen que permitiram que tais operações liberassem depósito compulsório".

[108] O CMN autorizou o FGC, através da Resolução n° 3.656 de 17/12/2008, a comprar e vender carteiras de crédito não só de bancos insolventes, mas também de bancos atuantes no mercado financeiro.
[109] A Caixa Econômica Federal e o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social também desempenharam um importante papel contracíclico na economia, mas a atuação mais específica sobre o sistema bancário foi do FGC e do Banco do Brasil.
[110] Obtido em:
http://www.bb.com.br/portalbb/page215,136,3889,0,0,1,8.bb?codigoMenu=413&codigoNoticia=14420&codigoRet=9383&bread=1.

Já vimos que bancos grandes costumam comprar a carteira de crédito de bancos menores e distribuir liquidez em tempos normais, mas, em tempos de crise, essas operações são interrompidas. Quem normalmente concede redesconto em tempos de crise não são os bancos comerciais, mas os bancos centrais. Ou seja, o Banco do Brasil, no período de crise em 2008/2009, agiu como um banco central. Entretanto, essas operações não ficaram caracterizadas contabilmente como "socorro a bancos", pois, se assim fossem, também poderiam ser enquadradas na Lei de Responsabilidade Fiscal.

Tabela 8 – Comparação de totais de operações de crédito do Banco do Brasil e de grandes bancos brasileiros anteriores a crise de 2008/2009 (em bilhões de reais).

	Posição do Banco do Brasil em		Variação no período	Posição do Bradesco em		Variação no período	Posição do Itaú em		Variação no período
	Set/2008	Jun/2008		Set/2008	Jun/2008		Set/2008	Jun/2008	
Operações de credito	186,4	176,3	5,7%	134,1	125,3	7,0%	95	84,6	12,3%
arrendamento mercantil	2,3	1,9	21,1%	19,2	15	28,0%	39,8	36	10,6%
Outras oper.: cartões de crédito	5,1	4,9	4,1%	6,5	5,6	16,1%	12,2	11,8	3,4%
adiantamento de contratos de câmbio	8	6,4	25,0%	6,8	7,6	-10,5%	3,8	2,4	58,3%
Total	201,8	189,5	6,5%	166,6	153,5	8,5%	150,8	134,8	11,9%

Fonte: elaboração própria a partir de dados das notas explicativas – carteiras com característica de concessão de crédito – publicadas nos balancetes trimestrais dos conglomerados financeiros. Balancetes obtidos em https://www3.bcb.gov.br/iftimagem.

Na tabela 8, observa-se, no período anterior à crise de 2008, o ritmo de crescimento das carteiras de crédito do Banco do Brasil e de dois grandes bancos privados brasileiros. A carteira do BB aumentou em R$ 12,3 bilhões, enquanto que os créditos no Bradesco e Itaú somados cresceram R$ 29,1 bilhões.

Ao comparar a tabela 8 com a tabela 9, observa-se a ação cíclica dos bancos privados e a ação anticíclica do BB[111] durante a crise de 2008/2009. Após o início da crise no final de

[111] A Caixa Econômica Federal também teve um comportamento anticíclico: suas operações de crédito tiveram um crescimento de 8,8% entre junho e setembro de 2008 e saltaram para 28,6% entre setembro de 2008 e março de 2009. Percentualmente é uma variação até mesmo maior que a do Banco de Brasil. Entretanto, em termos absolutos a variação da carteira de crédito da CEF é em torno de R$ 20 bilhões contra R$ 34 bilhões do Banco do Brasil. É que a carteira de crédito da CEF é aproximadamente a metade da carteira do BB. Além disso, a CEF não tem em sua carteira operações de arrendamento mercantil e adiantamento de

setembro, o Banco Central incentivou, com uma liberação extra de depósitos compulsórios, todo o mercado bancário a comprar carteiras de crédito de bancos menores para socorrê-los. Mas, ainda na tabela 9, pode-se observar que a carteira de crédito do Banco do Brasil aumentou, no período da crise, em R$ 39,5 bilhões contra um crescimento de R$ 28,4 bilhões das carteiras de crédito dos dois maiores conglomerados bancários privados (Bradesco e Itaú) somadas. Ou seja, em dois trimestres de crise, as carteiras dos maiores bancos privados cresceram menos que em um semestre sem crise, ao passo que a carteira do BB triplicou seu crescimento.

Tabela 9 – Comparação de totais de operações de crédito do Banco do Brasil e de grandes bancos brasileiros durante a crise de 2008/2009 (em bilhões de reais).

	Posição do Banco do Brasil em		Variação no período	Posição do Bradesco em		Variação no período	Posição do Itaú-Unibanco** em		Variação no período
	Mar/2009	Set/2008		Mar/2009	Set/2008		Mar/2009	Set/2008	
Operações de credito	220,4	186,4	18,2%	139,3	134,1	3,9%	158,7	152,5	4,1%
arrendamento mercantil	3,3	2,3	43,5%	21,7	19,2	13,0%	50	49,3	1,4%
Outras oper.: cartões de crédito	5,7	5,1	11,8%	7	6,5	7,7%	24	15,6	53,8%
adiantamento de contratos de câmbio	11,9	8	48,8%	10,2	6,8	50,0%	7,3	5,8	25,9%
Total	241,3	201,8	19,6%	178,2	166,6	7,0%	240	223,2	7,5%

Fonte: elaboração própria a partir de dados das notas explicativas – carteiras com característica de concessão de crédito – publicadas nos balancetes trimestrais dos conglomerados financeiros. Balancetes obtidos em https://www3.bcb.gov.br/iftimagem. ** As carteiras dos bancos Itaú e Unibanco em setembro de 2008 foram somadas para fins de comparação com o novo conglomerado que surgiu a partir de novembro de 2008.

Certamente, o aumento da carteira de crédito do Banco do Brasil não ocorreu somente através da compra de carteiras de bancos menores. Por outro lado, o auxílio também pode ter assumido a forma de créditos interbancários. Mas o crescimento da carteira de crédito, aliada à declaração do Banco do Brasil que adquiriu carteiras de crédito de pequenos bancos, é um indicativo de sua forte atuação nesse mercado durante a crise. Conforme Valor Econômico de 24/11/2009:

---

contratos de câmbio como os demais bancos comerciais comparados, sendo que mais da metade da carteira é composta por créditos imobiliários. Na época da crise, muitos bancos pequenos operavam no financiamento de veículos através de arrendamento mercantil. Por isso, se a CEF também atuou como um prestamista de última instância, foi de maneira bem mais restrita que o Banco de Brasil.

> "O Banco do Brasil desempenhou o papel de emprestador de última instância para evitar uma crise bancária de grandes proporções entre setembro de 2008 e janeiro de 2009, enquanto o Banco Central relutava em assumir essa função, temendo riscos judiciais em operações de empréstimos aos bancos. O BB injetou R$ 5,8 bilhões nos bancos Votorantim, Safra e Alfa durante a crise, para ajudá-los a reforçar o caixa em meio a uma corrida bancária no mundo. Ele também socorreu a Sadia, que havia sofrido perdas em operações com derivativos, com um empréstimo de R$ 900 milhões".

Embora o impacto da crise de 2007/2008 tenha sido relativamente moderado no Brasil, foi suficiente para chamar atenção sobre a necessidade dos empréstimos em última instância e a deficiência desse instrumento no arranjo institucional brasileiro. Assim, em outubro de 2009, o Banco Central propôs, no Edital de Audiência Pública n° 34, um projeto de lei específica para socorro a bancos insolventes ou em situações limítrofes, conforme a Lei de Responsabilidade Fiscal pedia:

> "Art. 49. A proteção da economia popular contra os riscos de prejuízos resultantes da insolvência das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil será assegurada por fundo de proteção a depositantes, nos termos desta Lei. Art. 50. Serão contribuintes obrigatórios do fundo as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil que captam recursos mediante: I - depósitos à vista, a prazo, em contas de poupança e em conta corrente para investimento; II - letras de câmbio, letras imobiliárias, letras hipotecárias e cartas de crédito imobiliário; III - outras modalidades definidas pelo Conselho Monetário Nacional. § 1º O fundo será composto, dentre outros, de recursos oriundos de: I - contribuições ordinárias e extraordinárias; II - taxas de serviços decorrentes da emissão de cheques sem provisão de fundos de clientes das instituições contribuintes; III - recuperações de direitos creditórios nos quais o fundo houver se sub-rogado, em virtude do pagamento direto a credores cobertos pela garantia de que trata o art. 51; IV - rendimentos de aplicação de seus recursos. § 2º O Conselho Monetário Nacional fixará: I - o valor e a periodicidade das contribuições ordinárias, inclusive sob a forma de

> adiantamento, bem como as hipóteses e os limites para a exigência das contribuições extraordinárias [...]".

O projeto de lei, em seu Artigo 55, parece ir um pouco além dos limites que a LRF impunha sobre assistência financeira do Banco Central e concede um poder de ação maior ao Conselho Monetário Nacional:

> "Art. 55. Nas hipóteses que configurem crise sistêmica ou grave ameaça à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional, o Banco Central do Brasil poderá realizar operações especiais de assistência financeira com instituições financeiras, aí compreendidas: I - as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que atuem como contraparte central e se enquadrem no disposto no art. 4º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001; II - a instituição administradora do fundo de proteção a depositantes de que trata o art. 49. Parágrafo único. As operações de que trata o caput: I - independem de lei específica e não se sujeitam ao prazo de que trata o § 2º do art. 28 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000; II - serão regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional, que definirá as condições de acesso, a forma de pagamento, o prazo, as garantias e os encargos financeiros, não inferiores às taxas de juros interbancárias ou à taxa média dos ativos que lastreiam a operação. Art. 56. A realização das operações especiais de assistência financeira depende de prévia autorização do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único. O pedido de autorização de que trata o caput deverá ser instruído pelo Banco Central do Brasil com relatório fundamentado que evidencie a existência de crise sistêmica ou de grave ameaça à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional".

O texto do Artigo 55 denomina a operação como "assistência financeira" sem utilizar o termo "de liquidez". E o Artigo 56 salienta que os motivos para a concessão desses empréstimos são ameaças sistêmicas, não cita a falta de liquidez de bancos solventes. Isso poderia sugerir que o Banco Central passaria a ter poder de socorrer bancos insolventes.

Mas não há menção de revogar o Parágrafo 1° do Artigo 28 da LRF e o arcabouço do projeto de lei mantém o mesmo conceito: bancos insolventes são atendidos por um fundo. No caso de insolvência de um grande banco, por exemplo, o recém criado fundo de

proteção a depositantes o socorreria e, caso seja necessário, o Banco Central faria empréstimos a esse fundo. Portanto, o problema da distinção de bancos ilíquidos e solventes (atendidos pelo Bacen) dos bancos ilíquidos e insolventes (atendidos pelo fundo de proteção a depositantes) persiste. Porém, indiretamente, o Banco Central pode socorrer o sistema financeiro e o sistema de pagamentos até mesmo em casos de insolvência.

Devido a decisões baseadas nas teorias convencionais, ainda parece difícil que, nas resoluções do CMN previstas pelo projeto de lei, as assistências financeiras do Bacen venham a ser diferentes das já existentes: só devem ser concedidas contra garantias bem avaliadas pelo mercado. Possivelmente, o banco que não as tiver vai ser considerado insolvente e, se for considerado importante para o sistema[112], será colocado em regime de administração especial temporária (RAET), onde receberá empréstimos do fundo de proteção a depositantes que sucederá o FGC. O fundo poderá conceder empréstimos de maneira quase ilimitada, pois qualquer quantia acima da que tiver disponível poderá ser complementada por assistência financeira do Bacen. O Estatuto Social do FGC[113], que será sucedido pelo fundo de proteção ao depositante, já previa algo semelhante, porém sem citar empréstimos do Bacen:

> "Art 5° § 2.º Se o patrimônio do FGC for insuficiente, em qualquer momento, para a cobertura da garantia prevista no respectivo regulamento, serão utilizados, na seguinte ordem, recursos provenientes de: I - contribuições extraordinárias das instituições associadas, de acordo com o previsto no art. 22, inciso II; II - adiantamento, pelas instituições associadas, de até doze contribuições mensais ordinárias; III - operações de crédito com instituições privadas, oficiais ou multilaterais; IV - outras fontes de recursos, por proposta da administração do FGC e mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil".

Um dos limites dessa solução está na solvência do fundo que é, em boa medida, controlada pelo CMN, pois este estabelece o valor das contribuições devidas ao fundo pelo sistema financeiro e o patrimônio social do fundo é dado pelos superávits acumulados. O problema

[112] Se o banco não for considerado importante para o sistema, ele receberá recursos do fundo garantidor de depósitos, mas será liquidado.
[113] Obtido no Anexo I da Resolução n° 3.251 de 16/12/2004 do CMN.

é que não há possibilidade de prever a dimensão de crises futuras, e aumentar as contribuições durante uma crise é reduzir liquidez no momento que se precisa aumentá-la. E se o fundo se tornar insolvente, o Bacen não poderá socorrê-lo e nem aos bancos importantes para o sistema.

O uso de fundos para conter instabilidades financeiras traz o benefício do próprio mercado financeiro contribuir com os custos das crises, mas não é uma solução definitiva devido à incerteza existente nas economias de livre mercado. Já vimos exemplos recentes, nos EUA, de bancos inicialmente socorridos pelo Fed (ilíquidos, mas solventes) que só a *posteriori* são transferidos ao FDIC (insolventes). A desvantagem, para conter crises, de um fundo em relação a um banco é que aquele não produz moeda ao comprar ativos e, portanto, está limitado aos recursos que acumulou no passado. Tornar a moeda mais elástica foi o motivo para a criação dos modernos bancos centrais no final do século XIX e início do século XX. E existem várias formas do mercado contribuir com o custo das instabilidades financeiras: depósitos compulsórios, exigência de capital, restrições de atuar em determinados mercados, etc. Ou, dito de outro modo, não permitir que bancos privados criem moeda livremente e ocupar parte do mercado com bancos estatais, que podem ajudar a criar convenções financeiras estabilizantes, são maneiras de impor um preço ao sistema financeiro privado pela instabilidade que provoca.

Considerações Finais

O conceito de liquidez de ativos é parcialmente vago e muda de tempos em tempos, dependendo de práticas sociais e instituições. Por isso, não há um padrão absoluto de liquidez, mas apenas uma escala de ativos que têm essa característica em maior grau. Por definição, a moeda é o ativo que tem mais acentuada as características de liquidez. Os ativos líquidos apresentam certa escassez para os participantes do mercado, isto é, aumentos de demanda não são rapidamente atendidos por maior oferta de ativos líquidos. Assim, quando há incerteza sobre as necessidades de pagamentos futuros, é preciso que se armazene, anteriormente, ativos líquidos. Logo, os ativos que têm elevados custos de manutenção ou depreciação não são muito úteis como reserva de liquidez. Para que um ativo seja considerado líquido, sua troca, sem perda de valor, por moeda deve ser fácil e rápida. Ou seja, sempre há compradores em potencial para ativos líquidos. Contudo, não é necessário que exista divergência de opiniões sobre a valorização futura de um ativo para que ele tenha liquidez. Ao contrário, um ativo é líquido porque há uma convergência de opiniões sobre suas características, isto é, uma convenção social. O valor de um ativo líquido tende a apresentar baixa variação, tornando-o uma referência para atribuir valor para os ativos com liquidez menor. Os mercados de ativos líquidos costumam ter volumes grandes de transações que resultam das constantes necessidades de constituição de reservas e realização de pagamentos.

Os depósitos à vista são ativos líquidos, pois são usados como meio de pagamento e como reserva de valor. Ao emitir depósitos bancários em troca de dívidas de empresas, os bancos comerciais criam moeda. Entretanto, como não há certeza de que os compromissos serão pagos no futuro e como os contratos de dívida são difíceis de serem vendidos, os bancos exigem um prêmio de risco ao conceder crédito. Esses prêmios de risco estão relacionados a estimativas de condições econômicas futuras que os emissores das dívidas podem vir a ser submetidos. Se essas estimativas são partilhadas com outros agentes financeiros, elas podem se tornar predominantes no mercado, isto é, uma convenção financeira. Enquanto existir, a convenção financeira tornará os ativos envolvidos mais líquidos assim como também será considerado mais líquido o banco que mantém esses ativos em sua carteira.

Quando a convenção financeira perde sua força, a dúvida sobre o valor dos ativos aumenta e isso se transmite para o banco que os detêm. A perda de liquidez de um banco pode levá-lo à falência caso não seja socorrido por um prestamista de última instância.

Quando a liquidez de um ativo diminui, seu prêmio de liquidez aumenta e cai o preço desse ativo no mercado. A solvência de uma empresa depende do valor que se atribui a seus ativos (muitos deles com baixa liquidez) e o valor de suas dívidas. Como o valor e a liquidez de ativos são estabelecidos pelas mesmas convenções de mercado, os atributos de liquidez e de solvência são correlacionados. Desse modo, quando o mercado julga que os ativos de um banco vão se tornar ilíquidos, ele tem grande possibilidade de também ser avaliado como insolvente. As reservas de ativos com alta liquidez que os bancos mantém são, em geral, insuficientes para cobrir seu passivo de curto prazo.

Assim, é difícil seguir políticas de empréstimos de última instância que permitem apenas socorro a bancos ilíquidos, porém solventes. Especialmente em crises que afetam a perda de liquidez de muitos títulos e empresas, autores clássicos como Bagehot propunham que o prestamista de última instância não considerasse os preços de ativos do mercado em recessão, mas os preços que o mercado atribuiu aos ativos durantes os tempos "normais". Um banco central que atuasse como prestamista de última instância sob essa regra tenderia a sustentar as avaliações que o mercado fez no passado.

Atualmente, muitos bancos centrais tendem a considerar, em suas normas, que só deve concedidos empréstimos de liquidez a bancos que forneçam garantias com boa avaliação no mercado. Aparentemente, essa é uma postura mais rígida, baseada ba crença de que o mercado sempre avalia bem os riscos e que o prestamista de última instância é útil para socorrer apenas casos isolados de bancos ilíquidos.

Entretanto, pode-se observar que no início da crise de 2007 o Fed rapidamente reduziu as exigências de qualidade sobre as garantias necessárias a seus empréstimos de liquidez. O banco central norte-americano foi forçado a se comportar dessa forma sob pena de um aprofundamento da crise.

Uma tentativa de reduzir a instabilidade a que os mercados financeiros estão sujeitos é feita através do estabelecimento de normas de comportamento que os bancos devem seguir ao conceder crédito e se expor aos mais variados riscos. Desde o final dos anos 1980 aos dias atuais, normas de exigência de um capital mínimo para cobrir os riscos a que os bancos se expõem estão sendo aplicadas. Há diversas experiências desse tipo desde o século XIX. Esses mecanismos não conseguiram evitar que crises financeiras se instalassem nas diversas experiências históricas verificadas neste trabalho, mas sempre representaram um esforço para reduzir as crises tanto em freqüência quanto em amplitude. Há ao menos três motivos para que essas normas não sejam suficientes para evitar todas as crises.

Em primeiro lugar, a existência dessas restrições é dificultada pela existência de um longo debate sobre a eficiência ou ineficiência dos mercados. O pensamento predominante ao longo dos dois últimos séculos nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha tem sido favorável à eficiência dos mercados livres. E como essas nações têm exercido papel central na economia mundial, esses conceitos se disseminam para os demais. Nesses países, tanto as normas restritivas ao mercado quanto à necessidade de um prestamista de última instância são fortalecidas após as crises que se seguem a períodos mais liberalidade.

> "Um prestamista de última instância é necessário porque a economia tem falhas inerentes e inevitáveis que levam a uma instabilidade financeira intermitente [...] A teoria convencional não aceita bem o pensamento que o capitalismo de mercado deixado aos seus próprios mecanismos irá, de tempos em tempos, experimentar crises financeiras que levarão a profundas depressões" (Misnky, 1986:39).

As normas norte-americanas historicamente deixam vastas áreas do sistema financeiro sem muitas exigências e sem um prestamista de última instância abrangente. Podemos citar o período do Free Banking (1837 a 1864), onde havia poucas regras a todo o sistema financeiro, o período do National Banking System (1864 a 1908), onde muitos bancos estaduais não tinham exigências de capital e nem de reservas monetárias.

Em segundo lugar, inovações financeiras costumam ser empregadas para contornar as exigências legais e liberar o sistema bancário. Seguindo um período após a crise dos anos 1930, onde as normas dos EUA foram mais restritas, o sistema financeiro procurou caminhos para a liberdade. Assim, nos anos 1960, desenvolveu-se o mercado de eurodólar e os bancos norte-americanos passaram a atuar em praças fora da jurisdição do Fed. Operações que sofriam restrições nos EUA começaram as ser realizadas na Europa. A resposta do Fed a essa internacionalização financeira foi coordenar a elaboração de acordos com os bancos centrais das nações mais desenvolvidas (Concordat, Acordo de Basiléia I e Acordo de Basiléia II). Mas a sucessão de acordos mostra que as inovações e as crises continuaram a surgir. As moratórias de países em desenvolvimento no início dos anos 1980 levaram ao Acordo de Basiléia I e o crescente mercado de securitização de dívidas nos EUA ao longo dos anos 1990, levou ao Acordo de Basiléia II.

O terceiro motivo da relativa ineficácia das normas de exigência de capital mínimo é que elas não eliminam as falhas que os sistemas financeiros cometem ao conceder crédito. Essas normas têm por base a forma como os bancos considerados mais eficientes concedem crédito. Elas buscam alinhar o comportamento de todo o sistema bancário e manter sua solvência. Ou seja, elas procuram institucionalizar um comportamento convencional do sistema financeiro. Essas convenções mantêm estabilidades financeiras apenas temporariamente. Há momentos em que as convenções sobre liquidez e sobre valor de ativos deixam de se sustentar, pois elas foram construídas arbitrariamente, sem uma visão do que ocorre na macroeconomia. E não é possível elaborar uma norma que traga embutida essa visão macroeconômica, pois elas variam com o tempo de uma maneira incerta.

A menos que um grupo de indivíduos que age cada qual nos seus próprios interesses conduza a economia ao equilíbrio, a distribuição de recursos que leva uma nação a um crescimento sustentável e com poucas crises necessita de um planejamento. Os bancos, individualmente, podem desejar, mas não investem recursos para manter a estabilidade macroeconômica. Os agentes individuais se preocupam com o seu lucro. Como a estabilidade econômica é um bem público, cabe ao Estado a elaboração e coordenação macroeconômica. Desse modo, as convenções financeiras precisam ser formadas e dirigidas

por quem tem visão sistêmica, isto é, o Estado. Nesse sentido, grandes bancos estatais podem auxiliar na formação de convenções mais estáveis de liquidez e de valor de ativos que os demais bancos privados seguiriam. Como não há gestão e planejamento perfeitos, um prestamista de última instância continuaria a ser necessário.

Do mesmo modo que há normas que exigem capital mínimo para manter a solvência bancária, há normas que procuram fazer com que os bancos tenham um volume mínimo de ativos líquidos. Do mesmo modo que a exigência sobre solvência, a exigência de liquidez mínima também não garante que um banco não terá problemas de liquidez. Os motivos são semelhantes: a liquidez de ativos é uma convenção sujeita a mudanças e comportamentos inovadores podem flexibilizar regras.

Apesar de não garantir a liquidez de um banco, os depósitos compulsórios podem ser úteis nos períodos recessivos. Um exemplo foi a redução da exigência de depósitos compulsórios no Brasil durante a crise em outubro de 2008. A liberação de recursos aos bancos via esse expediente evitou que muitos tivessem que vender ativos num mercado ilíquido que causaria uma deflação de dívidas. Um exemplo de que essa ferramenta nem sempre funciona é o caso dos EUA, que durante a crise, entre 2007 e 2008, reduziu as exigências de compulsórios, mas a preferência por liquidez fez com que o acúmulo de reservas nos bancos maiores fluíssem a tal ponto, que foi necessária a intervenção de um prestamista de última instância.

Como os bancos centrais procuram não conceder crédito diretamente ao setor privado e nem financiar dívidas de longo prazo dos governos, as operações de mercado aberto são realizadas apenas com títulos públicos de curto prazo. Portanto, nessas operações há a troca de moeda por um ativo que também é muito líquido. Assim, o intuito das operações de mercado aberto não é gerar liquidez diretamente, mas estabelecer um patamar mínimo de taxa de juro na economia. Sendo o título público de curto prazo a dívida de menor risco em um país, todas as demais precisarão pagar uma taxa de juros acima da estabelecida no mercado aberto. Ao reduzir a taxa de juros nas operações de mercado aberto, o sistema

bancário será estimulado a criar liquidez, isto é, conceder crédito. O direcionamento do crédito fica inteiramente a cargo do sistema bancário.

Porém, em períodos recessivos, o aumento de preferência por liquidez pode ser maior que o estímulo de uma redução de taxa de juros de mercado aberto. Isso faz com que a liquidez se reduza de maneira generalizada. Para evitar uma deflação de ativos que aprofunda a recessão, é necessária a ação de um prestamista de última instância que adquire ativos do setor privado em troca de moeda.

As variações de preferência por liquidez obrigam os bancos centrais a administrarem as oferta de suas moedas de maneira elástica. Caso isso não seja feito, corre-se o risco de inadimplências aumentarem e se espalharem através dos sistemas de pagamentos.

Historicamente, ocorreram muitas tentativas de administrar a moeda de um modo mais rígido durante algumas crises bancárias, mas isso sempre levou ao aprofundamento das crises. Uma dessas gestões rígidas levou o Banco da Inglaterra negar um empréstimo a um grande banco em 1866. A falência causou uma crise de grandes proporções que levou a decisão do Banco da Inglaterra deixar de crédito diretamente ao público e concorrer com os demais bancos privados. Atribuiu-se a decisão do Banco da Inglaterra de não conceder socorro porque haveria um sentimento de disputa de mercado.

Outro marco histórico na gestão rígida de moeda foi a crise de 1907 nos EUA. Porém, nesse caso, não havia nenhum banco central. Ali se desencadeou um movimento que culminaria na criação do Fed, pois se sentiu a importância da existência de um prestamista de última instância.

> "A criação de uma função de prestamista de última instância foi um dos objetivos principais da legislação que estabeleceu o Federal Reserve System em 1913, mas o objetivo original foi subvertido por uma visão de que a função primária e dominante do Federal Reserve System é controlar a oferta monetária" (Minsky, 1986:41).

Com a crise dos anos 1930 nos EUA, foi criado o seguro de depósitos (FDIC) para evitar prejuízos ao contribuinte norte-americano com socorro a bancos. O FDIC pode absorver parte dos prejuízos gerados por uma crise, mas para abolir o prestamista de última instância seria calcular a variação de preferência por liquidez de futuras crises. Como isso depende de decisões futuras, esse cálculo não é possível de ser feito. Isso explica porque o Fed ainda mantém sua função mais de 70 anos depois da criação do FDIC.

O prestamista de última instância deve ser um banco central, pois é capaz de emitir moeda, em troca de ativos que se tornaram ilíquidos, na quantidade necessária para acomodar qualquer grau de variação de preferência por liquidez. Conceder crédito é uma função de banco. Outras esferas de governo teriam de se assemelhar a um banco para conceder empréstimos de liquidez e fundos têm recursos limitados. Além disso, os bancos centrais costumam administrar os sistemas de pagamentos e fiscalizar os sistemas financeiros e, portanto, têm informação mais rapidamente sobre inadimplências de bancos que representariam risco sistêmico.

Todos os créditos concedidos pelo sistema bancário podem algum dia ser forçosamente aceitos como garantia de um empréstimo de liquidez. Um banco central não deveria permitir que os bancos comerciais concedessem um crédito que ele não pretenda um dia aceitar como garantia.

Há de fato um incentivo ao risco moral gerado no sistema bancário pela atividade do prestamista de última instância. Entretanto, esse risco moral pode ser compensado em parte por restrições impostas ao sistema financeiro e por prejuízos causados aos administradores e proprietários dos bancos socorridos por empréstimos do banco central. Esses mesmos argumentos se aplicam à crítica referente ao uso de recursos públicos para salvar bancos privados. Esses riscos existem, mas são inevitáveis e secundários se comparados à perda que a sociedade teria caso um empréstimo de liquidez necessário deixe de ser realizado.

O prestamista de última instância em moeda nacional não tem ferramentas para conter a depreciação de sua moeda em relação a moedas estrangeiras. Deveria haver um prestamista

de última instância em moeda internacional para conter essa preferência por liquidez. A sugestão de Keynes em Bretton Woods para a criação de um banco internacional para esse fim foi rejeitada e o FMI desempenha um papel limitado. Quem detém o poder de emitir moeda para transações internacionais é o Fed que não tem obrigação de ser prestamista internacional. Assim, a solução momentânea, ainda que precária, é o acúmulo de reservas em ativos líquidos estrangeiros que vários países em desenvolvimento estão realizando.

No Brasil, a função de prestamista de última instância se formou com a atuação em crises do século XIX de um dos predecessores do atual Banco do Brasil. A estrutura se assemelhava a do Banco da Inglaterra na época: banco privado, com atuação comercial, mas com presidência indicada pelo governo. Também à semelhança de Grã-Bretanha e Estados Unidos deixou, algumas vezes, de socorrer bancos e, com isso, aprofundou crises.

Diferentemente do Banco da Inglaterra que perdeu a função comercial, o Banco do Brasil, a partir dos anos 1940, começou-se a perder as funções de banco central. O atual Banco Central do Brasil foi criado a partir da extinção da SUMOC, que havia sido fundada em 1945. De 1945 a 1986, o Brasil conviveu com dois bancos que dividiam as funções de banco central.

Até 1994, devido a um ambiente de alta inflação e grandes variações de liquidez ao longo do dia, para evitar maiores instabilidades, as operações de mercado aberto do Banco Central forneciam a liquidez desejada pelo mercado. Essas operações, chamadas de zeragem, eram realizadas várias vezes ao dia. Nessa situação, não deveriam existir muitos problemas de liquidez em bancos.

Em 1995, o Banco Central do Brasil reduziu a realização das operações de zeragem e surgiu de imediato a necessidade de socorrer bancos. Para atenuar os custos para o Estado, foi criado o Fundo Garantidor de Créditos à semelhança do FDIC dos EUA. Entretanto, os instrumentos de empréstimo de última instância criados a essa época se inseriam num programa de melhoria de eficiência do sistema bancário. Não eram socorros a bancos devidos mudanças nas convenções de um mercado livre. Isso era o resultado de um plano

econômico do Governo. Os empréstimos de liquidez eram feitos juntamente com intervenções na administração bancária e a subseqüente revenda do banco. As intervenções em bancos estatais levavam a privatização dessas instituições.

Desde o ano 2000, com a publicação de Lei de Responsabilidade Fiscal, os empréstimos de última instância só podem ser concedidos a bancos avaliados como solventes. Caso o Banco Central venha a apresentar prejuízos devido a empréstimos de liquidez, seus diretores podem ser processados. Desse modo, os empréstimos de liquidez que ocorreram nos últimos anos são garantidos por títulos públicos.

Apenas quando o Brasil foi atingido, em 2008, pela crise econômica originada nos EUA, uma nova lei referente ao assunto foi publicada. Entretanto, já em meio à crise, quem desempenhou o papel de prestamista de última instância foi o Banco do Brasil (através da compra de carteiras de créditos de bancos em dificuldades). Neste momento, uma nova lei está sendo elaborada para estruturar um conjunto de instituições que realizariam os empréstimos de liquidez no caso de crises sistêmicas. Contudo, o primeiro projeto apresentado mostra que o Banco Central só poderá realizar empréstimos para bancos ilíquidos, porém solventes. Os problemas de solvência serão tratados pelo sucessor do Fundo Garantidor de Créditos e pelas câmaras de compensação e liquidação que poderão receber empréstimos do Banco Central. Porém, dependendo da crise, isso pode não ser suficiente. Aumentos grandes de preferência por liquidez podem tornar o FGC insolvente, e, nesse caso, o Banco central não poderá socorrê-lo. E manter uma exigência muito alta de contribuições ao FGC em tempos normais para que ele possa se manter solvente no caso de uma crise com elevada preferência por liquidez não é uma solução socialmente eficiente. Seria melhor manter o controle sobre a criação e destruição de liquidez em tempos de crescimento e recessão.

É certo que as leis e normas podem ser alteradas rapidamente em períodos de crise, conforme ocorreu nos EUA e no Brasil durante os anos de 2007 e 2008. Em caso de uma grave crise em que o FGC se tornasse insolvente, as leis podem ser aprovadas em poucos dias. Mas forçar as instituições políticas a aprovarem leis sem ter tempo para discuti-las é

menos democrático. Além disso, esse arranjo traz o falso sentimento para a sociedade de que as instituições governamentais não correm o risco de ter prejuízos, pois eles recairão sobre um fundo privado. Conseqüentemente, como o Estado não teria prejuízos, ele deveria deixar o mercado tomar as decisões que formam as convenções de preços e liquidez de ativos.

Nos parece, portanto, que a sociedade seria mais realista se assumisse que o Estado sempre corre o risco de ter prejuízos nas crises causadas por decisões do mercado. Isto é, o Banco Central ou o Tesouro podem ter que socorrer o FGC. Logo, é papel do Estado impor restrições à atuação do mercado em tempos normais e atuar como prestamista de última instância nos tempos de crise. Seja no período de normalidade ou no período de crise, o Estado deve procurar formar as convenções de solvência e liquidez. E nos períodos recessivos, além das atuações do Tesouro, as convenções são formadas através da atuação de um prestamista de última instância.

Bibliografia

AGLIETTA, M. (1998) "Lidando com o risco sistêmico", Economia e Sociedade, n°11, pgs. 1-32, Campinas, Dezembro de 1998.

AGLIETTA, M. e SCIALOM, L. (2003), "*Le Prêteur en Dernier Ressort au Defi de la Monnaie Électronique*", Cahiers D'Économie Politique, n°45, ed. Harmattan, pgs. 251-281, outono de 2003.

ALMEIDA, C.; GOMES, R.; LEITE, A. & VICENTE, J. (2008) "Movimentos da estrutura a termo e critérios de minimização do erro de previsão em um modelo paramétrico exponencial", Revista Brasileira de Economia, vol.62, n.4, pgs. 497-510, Rio de janeiro, 2008.

ANDRÉADÈS, A. M. (1909) "History of the Bank of England: 1640 to 1903", Traduzido para o inglês por Christabel Meredith, P.S. King & Co. 2 □ edição, Londres, 1924.

ASPACHS, O., NIER E., TIESSET M. (2005) "*Liquidity, Banking Regulation and The Macroeconomy: Evidence on bank liquidity holdings from a panel of UK-resident banks*", Banking and Financial Stability: A Workshop on Applied Banking Research, BIS, 2005.

BANCO DA INGLATERRA (2007) "News Release Liquidity Support Facility for Northern Rock plc", 14 setembro de 2007, obtido em http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2007/090.htm.

BAGEHOT, W. (1873), "*Lombard Street: A Description of the Money Market*", Kegan Paul Trench & co, London, 8a edição, 1882.

BARBOSA, F. H. (2008) "Banco Nacional: Jogo Ponzi, PROER e FCVS", Revista de Economia Política, vol. 28, nº 1 (109), janeiro a março de 2007.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION – BCBS (1998) "*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*", Basiléia, 1988 – atualizado em abril de 1998 e obtido em http://www.bis.org/publ/bcbsc111.pdf?noframes=1.

BASTOS, P. P. Z. (2003) "As aporias do liberalismo periférico: comentários à luz dos governos Dutra (1946-1950) e Cardoso (1994-2002)", Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 12, n°. 2 (21), julho a dezembro de 2003.

BASTOS, P. P. Z. (2008) "Gestão macroeconômica, mudança institucional e revolução burguesa na era Vargas: quando a ortodoxia foi superada?", Texto para Discussão, IE/UNICAMP, n°. 146, agosto 2008.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008) "Sistema de Pagamentos Brasileiro", Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, setembro de 2008.

BCB – Banco Central do Brasil (2008) "Sistema de Pagamentos Brasileiro", obtido em http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf , outubro de 2008.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision (1999) **"***Capital Requirements and Bank Behavior: The Impact of The Basle Accord*", Basiléia, 1999.

BCBS - **Basel Committee on Banking Supervision** (2004) "*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* - A Revised Framework", Basiléia, 2004.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision (2008) "*Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*", *Draft for consultation*, Editado por BIS – Bank for International Settlements, 2008.

BELLUZZO, L. G. De M. (2010) "A Hora dos Troianos", Revista Carta Capital, pgs. 38 a 41, n° 584, 24 de fevereiro de 2010.

BELLUZZO, L. G. De M. (1995) "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'", Revista Economia e Sociedade, n°4, Campinas, junho de 1995.

BERGER, A.N. & BOUWMAN, C.H.S. (2005) "*Bank capital and liquidity creation*", obtido em: https://wpweb2.tepper.cmu.edu/wfa/wfasecure/upload2005/328419_BankCapitalAndLiquidityCreationPAPER.pdf , janeiro de 2009.

BERNANKE, B. S. (2005), "*The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*", apresentação feita na Homer Jones Lectures, St. Louis, Missouri, 14 de abril de 2005.

BERVAS, A. (2008) "*Financial Innovation and the Liquidity Frontier*", Financial Stability Review – Special Issue on Liquidity, Banque de France, fevereiro de 2008.

BORIO, C. & ZHU, H. (2008) "*Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*", BIS Working Papers, n° 268, Monetary and Economic Department, dezembro de 2008.

BOYER, J. & SOLIS ROSALES, R. (2003) "*Les approaches classiques du prêter en dernier resort: de Baring à Hawtrey*", Cahiers D'Économie Politique, n°45, ed. Harmattan, pgs. 79-100, outono de 2003.

BRAGA, J. C. de S. (2009) "Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças", Revista "Estudos Avançados" nº 65 (janeiro-abril/2009).

BRAGA, J. C. de S. (2008), "A crise sistêmica e a miragem do capitalismo regulado", Jornal Valor Econômico, 18 de setembro de 2008.

BROSSARD, O. & CHETIOUI, H. (2003) "*Histoire Longue: La Naissance de La Réglementation Prudentielle, 1800-1945*", *Revue D'Économie Financiére*, n° 73, pgs 13 a 37, 2003.

BUITER W. H. (2007) "*Is Numerairology The Future of Monetary Economics? Unbundling Numeiraire and Medium of Exchange through a Virtual Currency and a Shadow Exchange Rate*", NBER Working Paper Series, Working Paper 12839, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, janeiro de 2007.

BUITER W. H. (2009a) "*Central Banks and Financial Crises*", documento apresentado no simpósio Mantendo a Estabilidade em um Sistema de Mudanças Financeiras do Federal Reserve Bank of Kansas City, pgs. 495 a 633, Jackson Hole, Wyoming, 21 a 23 de agosto de 2008.

BUITER W. H. (2009b) "*Should central banks be quasi-fiscal actors?*", obtido de http://blogs.ft.com/maverecon/2009/11/should-central-banks-be-quasi-fiscal-actors/, em 03 de novembro de 2009.

CALOMIRIS C. W. & KHAN C. M, (1996) "*The Efficiency of Self-Regulated Payment Systems: Learning from the Suffolk System*", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 28, n° 4, novembro de 1996.

CALOMIRIS C. W. & KAHN C. M. (1991) "*The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements*", ed. American Economic Association em The American Economic Review, Vol. 81, No. 3, pgs. 497-513 (1991).

CALOMIRIS, C. W. (1990) "*Is Deposit Insurance Necessary? A Historical Perspective*", The Journal of Economic History, Vol. 50, N° 2, junho de 1990.

CALOMIRIS, C. W. & GORTON, G. (1990) "*The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation*," em Financial Markets and Financial Crises, ed. R. Glenn Hubbard e National Bureau of Economic Research, pgs. 109 a 176, (1990).

CANUTO, O. & LIMA, G. T. (1999) "Transformações Financeiras, Regulação Substantiva e Regulação Procedimental" In: XIV Jornadas de Economía, Montevideo, 1999.

CARVALHO, F. J. C. (2008) "*Systemic crisis, systemic risk and the financial instability hypothesis*", mimeo, 2008.

CARVALHO, F. J. C. (1993) "Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa", Revista de Economia Política, vol. 13, nº 3, julho-setembro de 1993.

CAVALCANTI, A. (1890) "Resenha Financeira do Ex-Império do Brasil em 1889", Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1890.

CBRSP – Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices (1975) "*Report to the Governors on the supervision of banks' foreign establishments*", Concordat, http://www.bis.org/publ/bcbs00a.htm, Banco de Compensações Internacionais.

CHICK, V. (1994) "A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros", Ensaios FEE, Porto Alegre, (15)1:9-23, 1994.

CINTRA, M. A. M. (1997) "As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)", Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 1997.

CINTRA, M. A. M. & PRATES, D. M. (2008) "*Basel II in question: the unfolding of the American real estate crisis*" obtido em www.ibase.br/userimages/CintraPrates_-_Basel_II_in_question_-_revised_version_Out08.pdf (2008).

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS – CPSS (2001) "*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*", editado por BIS – Bank for International Settlements, janeiro de 2001.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2005) "*The role of ratings in structured finance: issues and implications*", editado por BIS – Bank for International Settlements, janeiro de 2005.

COSTA NETO, Y. C. da (2004) "Bancos Oficiais no Brasil: Origem e Aspectos do seu Desenvolvimento", Banco Central do Brasil, Brasília, 2004.

CORAZZA, G. (1995) "A Interdependência dos Bancos Centrais em Relação ao Governo e aos Bancos Privados", Tese de Doutoramento em Economia, Instituto de Economia da Unicamp, 1995.

CORAZZA, G. (2006) "O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional", Perspectiva Econômica, v.2, nº 1, junho de 2006.

CROTTY, J. & EPSTEIN, G. (2008) "*The Costs and Contradictions of the Lender-of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007 – 2008*", Conferência sobre Mercados Financeiros em Honra de Jane D'Arista, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst, maio de 2008.

De CONTI, B. (2009) "A hierarquia monetária e suas implicações para a dinâmica das taxas de câmbio e para a política econômica dos países periféricos", II Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, Porto Alegre, setembro 2009.

DEOS, S. S. & COSTA F. N. (2002), "Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira", Texto para Discussão, Instituto de Economia da Unicamp, n° 109, abril de 2002.

DEQUECH, D. (2006a), "*Institutions, social norms, and decision-theoretic norms*", mimeo.

DEQUECH, D. (2006b), "*Conventions: conceptual and theoretical issues*", mimeo.

Des ROCHES, J. B. & ROSALES, R. S. (2003), "*Les Approches Classiques du Prêteur em Dernier Ressort: De Baring à Hawtrey*", Cahiers D'Économie Politique, n°45, ed. Harmattan, pgs. 79-100, outono de 2003.

DIAMOND, D. & DYBVIG, P. (1983), "*Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*", republicado por Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, pgs. 14–23, inverno de 2000.

DIAMOND, D. & RAJAN, R. G. (2001) "*Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking*", Journal of Political Economy, vol. 109, n° 2, pgs. 287-327, 2001.

DIAMOND, D. (1996), "*Liquidity, Banks, and Markets: Effects of Financial Development on Banks and the Maturity of Financial Claims*", Policy Research Working Paper n° 1566, ed. por The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division, Janeiro de 1996.

DOW, S. C. (1996) "*The Methodology of Macroeconomic Thought: A Conceptual Analysis of Schools of Thought in Economics*", Edward Elgar, Massachussets, 1996.

EDWARDS, C. L. (1997) "*Open Market Operations in the 1990s*", Board's Division of Monetary Affairs, Federal Reserve Bulletin, novembro de 1997.

FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation (2006), "*FDIC Outlook: An Assessment of Traditional Liquidity Ratio"*, obtido em: http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20063q/na/2006_fall02.html

FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation (1984), "*A History of the FDIC 1933-1983*", obtido em http://www.fdic.gov/bank/analytical/firstfifty/index.html .

FED – Federal Reserve System (1994) "*Commercial Bank Examination Manual*", Division of Banking Supervision and Regulation, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., março de 1994.

FED – Federal Reserve System (2002) "*Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations*", Federal Reserve System Study Group on Alternative Instruments for System Operations, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., dezembro de 2002.

FED – Federal Reserve System (2004) "*Meeting with Fitch Ratings on Competition Project*", Division of Research and Statistics, Memo to Myron Kwast, 2004.

FED – Federal Reserve System (2007) "*Report of Transaction Accounts, Other Deposits and Vault Cash (FR 2900): For use by commercial banks, Edge and agreement corporations, and industrial banks*", obtido em http://www.federalreserve.gov/reportforms/forms/FR_2900cb20071001_i.pdf .

FED – Federal Reserve System (2008) "*Commercial Paper Funding Facility LLC (A Special Purpose Vehicle Consolidated by the Federal Reserve Bank of New York)*", Balanço Financeiro para o período de 14 de outubro de 2008 a 31 de dezembro de 2008, e Relatório dos Auditores Independentes, obtido em http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BSTCPFFfinstmt20072008.pdf.

FED – Federal Reserve System (2008a) "*Press Release: Federal Reserve Board announces several initiatives to provide additional support to financial markets, including enhancements to its existing liquidity facilities*", *Board of Governors*, 14 de setembro de 2008, obtido em: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080914a.htm.

FED – Federal Reserve System (2008b) "*The Goldman Sachs Group, Inc. Goldman Sachs Bank USA Holdings LLC New York, New York: Order Approving Formation of Bank Holding Companies*", Federal Reserve Bulletin n° 94, Legal Developments, terceiro trimestre de 2008, obtido em http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2008/legal/q308/order2.htm.

FED – Federal Reserve System (2009) "*Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*", Board of Governors of the Federal Reserve System, julho de 2009.

FEDERAL REGISTER (2008) "*12 CFR Part 204 - Reserve Requirements of Depository Institutions*" Regras e Regulamentos, volume 73, n° 197, página 59482, 9 de outubro de 2008.

FEINMAN, J. N. (1993) "*Reserve Requirements: history, current practice, and potential reform*", Federal Reserve Bulletin, páginas 569-589, junho de 1993.

FENDER, I. & MITCHELL, J. (2005) "*Structured finance: complexity, risk and the use of ratings*" em BIS Quarterly Review, junho de 2005.

FMI – Fundo Monetário Internacional (2001) "*Financial Organization and Operations of the IMF*", Pamphlet Series, n° 45, 6ª edição, Departamento do Tesouro do FMI, 2001.

FT – Financial Times (2008) "*Necessity pushes out principles*", por Alan Beattie em Washington, publicado em 15 de outubro de 2008.

FT – Financial Times (2009a), "*FDIC considers tapping Treasury credit line*", por Joanna Chung, obtido em http://www.ft.com/cms/s/0/ca203bc0-a480-11de-92d4-00144feabdc0.html ,18 de setembro de 2009.

FT – Financial Times (2009b), "*Bundesbank to have sole banking oversight*", por Bertrand Benoit, obtido em http://www.ft.com/cms/s/0/e7bd8cc8-b43e-11de-bec8-00144feab49a.html ,08 de outubro de 2009.

FT – Financial Times (2009c), "*A credibility problem for Goldman*", por John Gapper, obtido em http://www.ft.com/cms/s/0/bb9b743e-b8f3-11de-98ee-00144feab49a.html, 14 de outubro de 2009.

FSA – Financial Services Authority (2007), "*Review of the liquidity requirements for banks and building societies*", ed. FSA, Londres, obtido em http://www.fsa.gov.uk, dezembro de 2007.

GAMBI, T. F. R. (2008) "Considerações sobre a primeira fusão de bancos no Brasil", Leituras de Economia Política, Campinas, n°13, pgs: 99 a 123, janeiro/julho de 2008.

GLOBAL RISK REGULATOR (2008a) "*Rating agencies receive Congressional roasting*", volume 6, caderno 10, ed. Calliope Partners Ltd, Essex, Reino Unido, novembro de 2008.

GLOBAL RISK REGULATOR (2009) "*Regulators unveil raft of rules to bolster banking system*", volume 7, caderno 1, ed. Calliope Partners Ltd, Essex, Reino Unido, janeiro de 2009.

GODLEY, W. A. H. & ZEZZA, G. (2006) "*Debt and Lending: A Cri de Coeur*", Policy Note 2006/4 [Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute], maio de 2006.

GOODFRIEND, M. (1998) "*Using the Term Structure of Interest Rates for Monetary Policy*", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, verão de 1998.

GOODHART, C. & PERSAUD, A. (2008) "*How to avoid the next crash*" Financial Times, Comentário, 20 de Janeiro de 2008.

GOODHART, C.A.E. (1999) "*Myths About The Lender of Last Resort*", International Finance, FMG, 1999.

GREEN, E. J. (2007) "*The Role of a Central Bank in Payment Systems*", editado por Haldane A.G., Millard, S. e Saporta, V. em "*The Future of Payment Systems*", Volume 43 de Routledge international studies in money and banking, Editora Routledge, 2007.

GRUPO de TRABALHO para REFORMA FINANCEIRA do G-30 (2009) "*Financial reform: a framework for financial stability*", Grupo dos 30, Washingthon DC, 2009.

GUIMARÃES, C. J. (2007) "A Guerra do Paraguai e a atividade bancária no Rio de Janeiro no período 1865-1870: o caso Banco Rural e Hipotecário do Rio de Janeiro", Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada, volume 2, n° 3, agosto/ dezembro de 2007.

GUTTMANN, R. (1994) "*How Credit –Money Shapes The Economy*", ME Sharpe, New York, 1994.

GUTTMANN, R. (2008) "*A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis*", *Revue de la régulation, Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, n° 3/4, obtido em URL : http://regulation.revues.org/document5843.html, 2008.

HAMBLOCH, E. (1924) "As Condições Econômicas e Financeiras do Brasil", Departamento de Negócios de Ultramar do Reino Unido, Secretaria Comercial da Embaixada Inglesa no Rio de Janeiro, Tradução de Ernani Pivatelli, 1924.

IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2009) "*Financial Industry Calls for a New Phase of Systematic Dialogue on Global Regulation*", Press Releases, 3 de outubro de 2009, obtido em http://www.iif.com/press/press+119.php.

KAPSTEIN, E. B. (1994) "*Supervising international banks: origins and implications of the Basle Accord*". Em C. A. Stone & A. Zissu (Eds.), Global Risk based capital regulations (Vol. 1, pp. 3-37): Richard D. Irwin, Inc,1994.

KASHYAP, A. K., RAJAN, G. R. & STEIN, J. C. (2002), "*Banks as liquidity providers: An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*", Journal of Finance, volume 57, número 1, pgs. 33 a 73, Blackwell Publishing, 2002.

KEYNES, J. M. (1930), "*The Collected Writings of John Maynard Keynes: Treatise on Money: 2 The Applied Theory of Money*", Mcmillan Cambridge University Press for The Royal Economic Society, 1971.

KEYNES, J. M. (1936), "*The General Theory of Employment, Interest and Money*", Londres, ed. Macmillan.

KEYNES, J. M. (1943), "*International Clearing Union*", *Hansard Digitisation Project*, UK Parliament, Lords Sitting, series 5, vol. 127, pgs. 527 a 537, 18 de maio de 1943.

KEYNES, J. M. (1973), "*The Collected Writings of John Maynard Keynes*", Vol. 14, Londres, ed. Macmillan.

KNODELL, J. (2004), "*Central Banking in Early Industrialization*", em *Central Banking in the Modern World*, editado por Marc Lavoie & Mario Sccareccia, publicado por Edward Elgar Publishing Limited, Reino Unido, 2004.

KRUGMAN, P. (1997), "*Vulgar Keynesians: Condemnation of those who appropriate a great man for bad ends*", obtido em http://www.pkarchive.org/ outubro de 2008.

LACOUE-LABARTHE, D. (2003) "*L'évolution de la supervision bancaire et de la réglementation prudentielle (1945-1996)*", *Revue d'économie financière* n°73, pgs 38 a 64, 2003.

LAURENT, R. D. (1981) "*Reserve Requirements, Deposit Insurance and Monetary Control*", Journal Money, Credit and Banking, vol 13, nº 3, pgs. 314-324, ed. Blackwell Publishing, agosto de 1981.

LE MAUX, L. (2003) "*Discrétion versus coordination*", Cahiers D'Économie Politique, n°45, ed. Harmattan, pgs. 138-158, outono de 2003.

LIMA, I. S. & ANDREZZO, A. F. (1999) "Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais", Fipecafi/USP, Editora Pioneira, São Paulo, 1999.

LUCAS Jr, R. E. (1981), "Understanding Business Cycles", in Studies in Business-Cycle Theory, MIT, pgs 215-239, 1981.

MARINI, F. (2003) "*Prêteur en Dernier Ressort et Solidarité de Place*", Cahiers D'Économie Politique, n°45, ed. Harmattan, pgs. 123-137, outono de 2003.

MELLO, J. M. C. (1975) "O Capitalismo Tardio (Contribuição à revisão crítica da formação e desenvolvimento da economia brasileira)", Tese de Doutoramento, Universidade Estadual de Campinas, 1975.

MELTZER, A. H. (2003) "*History of the Federal Reserve, vol 1: 1913-1951*", University of Chicago Press, 2003.

MIHM, S. (2008) "Dr. Doom", The New York Times, 17 de agosto de 2008.

MILLARD, S. & SAPORTA, V. (2007) "*Central banks and payment systems: past, present and future*", editado por Haldane A.G., Millard, S. e Saporta, V. em "*The Future of Payment Systems*", Volume 43 de Routledge international studies in money and banking, Editora Routledge, 2007.

MINISTÉRIO da FAZENDA (1865) **"***Relatório da commissão encarregada pelo governo imperial por avisos do 1º de outubro a 28 de dezembro de 1864 de proceder a um inquerito sobre as causas principaes e acidentaes da crise do mês de setembro de 1864*", Commissão de Inquérito sobre as causas da crise na praça do Rio de Janeiro composta pelos Conselheiros Carlos Carneiro de Campos, Ângelo Moniz da Silva Ferraz e demais fiscais liquidantes de bancos, editado pela Tipografia. Nacional, Rio de Janeiro, 1865.

MINSKY, H. (1986) "Stabilizing an Unstable Economy", New Haven, Yale University Press, 1986.

ORLÉAN, A. (1999), *Le Pouvoir de la Finance*, Paris, ed. Odile Jacob. pp. 130-38.

PLIHON, D. (2004) "*La Monnaie e ses Mécanismes*", Coleção Repére n° 295, Ed. La Decouverte, 2004

PURNANADAM, A. (2007) "*Interest Rate Derivatives at Commercial Banks: An Empirical Investigation*", Journal of Monetary Economics, vol. 54, n°6, pgs. 1769-1808.

SPRAGUE, O. M. W. (1910) "*History of Crises under the National Banking System*", *National Monetary Commission* do Senado Norte-Americano, documento n° 538, Washigton, 1910.

SOBREIRA, R., PAULA, L. F. R. (1996) "Política Monetária, Operações de Mercado Aberto e Fim da Zeragem Automática: uma Avaliação Preliminar", Indicadores Econômicos FEE, Porto Alegre, v. 23, n° 4, 1996.

SOBREIRA, R. (2002) "Política Monetária, Expectativas e Derivativos: uma análise do Brasil no período 1995-1998", Análise Econômica, 22 (42), págs. 33-59, setembro de 2002.

STONE, M. R., WALKER, W. C. & YASUI, Y. (2009) "*From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008–09*", IMF Working Paper n° 259, novembro de 2009.

TABAK, B. M. & CAJUEIRO D. O. (2007) "*The Role of Banks in the Brasilian Interbank Market: Does bank type matter?*", Working paper Series, n° 130, ed. Banco Central do Brasil, janeiro de 2007.

TABAK, B. M., BARNHILL, T. M. e SOUTO, M. (2003) "Modelando o Risco de Crédito de Pessoa Jurídica no Brasil", Relatório de Estabilidade Financeira, Banco Central do Brasil, 2003.

THE INDEPENDENT (2007), "*FSA chiefs admit to failings in Northern Rock crisis*", por Sean Farrell, editor financeiro, obtido em http://www.independent.co.uk/news/business/news/fsa-chiefs-admit-to-failings-in-northern-rock-crisis-396492.html, 10 de 0utubro de 2007.

THORNTON, H. (1802), "*An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of the Great Britain*", Hatchard, Londres, 1802.

TORRES, M. J. R. (1999) "Operacionalidade da Política Monetária no Brasil", Tese de Doutoramento, Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 1999.

VALOR ECONÔMICO (2009) "Na crise, BB colocou R$ 6,7 bi para socorrer bancos e Sadia", por Alex Ribeiro, caderno A, edição de 24/11/2009.

VALOR ECONÔMICO (2009b) "Fundo elevou patrimônio a R$ 22 bilhões e agora pode virar instituição financeira", por Fernando Travaglini, edição de 26/10/2009.

VIDOTTO, C. A. (1995) "Banco do Brasil: Crise de uma Empresa Estatal do Setor Financeiro (1964-1992)", Dissertação de Mestrado em Economia, Instituto de Economia da Unicamp, 1995.

WEBER, A. A. (2008) "*Financial Market Stability*", aula para a London School of Economics, publicado por Deutsche Bundesbank, junho de 2008.

WEBER, M. (1978) "*Economy and Society*", Editado por Roth e Claus Wittich, University of California Press, Berkley and Los Angeles, California, traduzido para o inglês a partir da 4ª edição alemã de 1956.

WINTER, E. (2000) "*Banking Panics of the Gilded Age*", Cambridge University Press, Nova York, 2000.

WRAY, L. R. (2009) "The Federal Reserve: History, Procedures and Policy", Economic Perspectives from Kansas City, Policy Analysis from The Faculty at The University of Missouri-Kansas, http://neweconomicperspectives.blogspot.com/2009/08/federal-reserve-history-procedures-and.html .

WRAY, L. R. (2004) "*International Aspects of Current Monetary Policy*", Working Paper n° 31, CFEPS, http://www.cfeps.org/pubs/wp-pdf/WP31-Wray.pdf, março de 2004.

WRAY, L. R. (2002), '*Monetary Policy: An Institutionalist Approach'*, Working Paper n° 21, CFEPS, http://www.cfeps.org/pubs/wp-pdf/WP21-Wray.pdf ,fevereiro de 2002.