



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Maurício Ludwig

PROVISÃO DE LIQUIDEZ DE ÚLTIMA INSTÂNCIA PELA AUTORIDADE
MONETÁRIA PARA MITIGAÇÃO DO RISCO SISTÊMICO

Rio de Janeiro
2024

Maurício Ludwig

PROVISÃO DE LIQUIDEZ DE ÚLTIMA INSTÂNCIA PELA AUTORIDADE
MONETÁRIA PARA MITIGAÇÃO DO RISCO SISTÊMICO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Coorientador: Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2024

FICHA CATALOGRÁFICA

CIP - CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

L948p Ludwig, Mauricio
Provisão de liquidez de última instância pela autoridade monetária para mitigação do risco sistêmico / Mauricio Ludwig. -- Rio de Janeiro, 2024.
78 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.
Coorientador: Norberto Montani Martins.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia, 2024.

1. Emprestador de última instância. 2. Assistência financeira de liquidez. 3. Provisão de Liquidez. 4. Crise Sistêmica. I. Paula, Luiz Fernando Rodrigues de, orient. II. Martins, Norberto Montani, coorient. III. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

Maurício Ludwig

PROVISÃO DE LIQUIDEZ DE ÚLTIMA INSTÂNCIA PELA AUTORIDADE
MONETÁRIA PARA MITIGAÇÃO DO RISCO SISTÊMICO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 27 de março de 2024.

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula - Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof^ª. Dr^ª. Norberto Montani Martins – Coorientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Juan Pablo Paineira Paschoa – Membro Externo
Banco Central do Brasil

Prof. Dr. Cristiano Boaventura Duarte – Membro Externo
Banco Central do Brasil

*À Daniele, Felipe, Bernardo, Eriday, Sérgio
(in memoriam), Márcio e Fátima, que sempre
me apoiaram e torceram por mim.*

AGRADECIMENTOS

Sou imensamente grato aos professores Luiz Fernando Rodrigues de Paula e Norberto Montani Martins, respectivamente orientador e coorientador do presente trabalho, pela inesgotável paciência e pela oportunidade única que ambos me proporcionaram. Sem dúvida, foram uma fonte inigualável de inspiração.

Agradeço também a todo o corpo docente do programa de mestrado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro pelo privilégio que tive de poder ter acesso a valioso conhecimento.

Não poderia deixar de fazer uma grata menção ao Banco Central do Brasil que viabilizou minha participação nesse mestrado por meio de seu Programa de Pós-Graduação. Se não pudesse contar com o apoio da instituição à qual pertenço profissionalmente, receio que não teria sido possível concluir esse prestigioso curso de especialização.

Por último, tenho uma dívida de gratidão imensa com meus familiares e amigos, pela compreensão e apoio durante essa jornada, especialmente com minha esposa, meu filho, meus irmãos e meus pais.

RESUMO

O prestamista de última instância tem como prioridades prevenir crises de liquidez e manter o regular funcionamento do sistema financeiro nacional, sendo o único agente econômico com capacidade financeira e determinação para emprestar recursos quando os demais se recusam a fazê-lo em momentos de crise. De fato, enquanto emprestador de última instância, é tarefa da autoridade monetária evitar pânico e corridas bancárias provocados por choques de liquidez. E, para tanto, tradicionalmente disponibiliza empréstimos emergenciais de reservas bancárias para instituições solventes que estejam temporariamente ilíquidas. No caso brasileiro, embora previsto em seu arcabouço regulatório, desde meados da década de 1990 o Banco Central do Brasil (BCB) não forneceu liquidez às instituições financeiras através de operações diretas de empréstimos, só voltando a realizar este tipo de operação em abril de 2020 quando foi criada uma linha de crédito de caráter transitório para enfrentar os impactos econômicos da pandemia de Covid-19. Neste ínterim, embora fundamental, a provisão de liquidez emergencial foi executada de forma limitada pelo Banco Central, seja por opção, pela existência de processos operacionais inadequados ou ainda devido a fatores circunstanciais. Considerando o período entre a implantação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (2002) e a crise do coronavírus (2020), este trabalho tem o propósito de analisar os principais instrumentos de provisão de liquidez empregados pelo Banco Central do Brasil para a mitigação do risco sistêmico e, diante da inexistência efetiva de linhas de assistência financeira emergenciais, investigar como a demanda das instituições financeiras por liquidez de curto e médio prazos foi atendida até recentemente, sobretudo levando em conta as turbulências financeiras ou econômicas ocorridas neste período, em especial a crise financeira mundial de 2008. Os resultados obtidos – baseados em evidências empíricas analisadas no presente trabalho – apontam que diversos fatores contribuíram para uma menor efetividade do papel de prestamista de última instância no caso brasileiro de modo que não se pode atribuir essa condição a um único determinante. Dessa forma, parece plausível que a atuação conjunta de vários fatores acabou reduzindo a urgência e a necessidade do Banco Central do Brasil em executar integralmente a assistência financeira de última instância no período observado.

Palavras-chave: Emprestador de última instância; Assistência financeira de liquidez; Provisão de liquidez; Crise sistêmica.

ABSTRACT

The lender of last resort has as priorities preventing liquidity crises and maintaining the regular functioning of the national financial system, being the only economic agent with financial capacity and determination to lend resources when others refuse to do so in times of crisis. In fact, as a lender of last resort, it is the task of the monetary authority to prevent panic and bank runs caused by liquidity shocks. And, for this purpose, it traditionally provides emergency loans of bank reserves to solvent institutions that are temporarily illiquid. In the Brazilian case, although provided for in its regulatory framework, since the mid-1990s the Central Bank of Brazil (BCB) has not provided liquidity to financial institutions through direct lending operations, only returning to carry out this type of operation in April 2020 when a temporary credit line was created to address the economic impacts of the Covid-19 pandemic. In the meantime, although fundamental, the provision of emergency liquidity was limited by the Central Bank, either by choice, the existence of inadequate operational processes, or due to circumstantial factors. Considering the period between the implementation of the new Brazilian Payment System (2002) and the coronavirus crisis (2020), this study aims to analyze the main liquidity provision instruments employed by the Central Bank of Brazil to mitigate systemic risk and, given the lack of effective emergency liquidity assistance, investigate how the demand of financial institutions for short- and medium-term liquidity was met until recently, especially considering the financial or economic turbulence that occurred in this period, particularly the global financial crisis of 2008. The results obtained - based on empirical evidence analyzed in this study - indicate that several factors contributed to a lower effectiveness of the lender of last resort role in the Brazilian case, so that this condition cannot be attributed to a single determinant. Thus, it seems plausible that the joint action of various factors ended up reducing the urgency and necessity of the Central Bank of Brazil to fully execute emergency liquidity assistance during the observed period.

Keywords: Lender of last resort; Emergency liquidity assistance; Liquidity provision; Systemic crisis.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Volume de redesconto intradia.....	44
Gráfico 2 – Saldo diários das Linhas Temporárias Especiais de Liquidez.....	51
Gráfico 3 – Índice de Basileia vs. Requerimento mínimo de capital (%)	57
Gráfico 4 – Índice de Liquidez do SFN calculado pelo BCB.....	58
Gráfico 5 – Balanço das medidas adotadas pelo BCB em 2020 (R\$ bilhões)	60
Gráfico 6 – Empréstimos do FED durante a crise financeira de 2008 – TAF vs PCF (US\$ bilhões)	69

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP	–	Adicional de Capital Principal
BB	–	Banco do Brasil
BCB	–	Banco Central do Brasil
BCE	–	Banco Central Europeu
BIS	–	Banco de Compensações Internacionais
BNDES	–	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOJ	–	Bank of Japan
CCB	–	Cédula de Crédito Bancário
CEF	–	Caixa Econômica Federal
CMN	–	Conselho Monetário Nacional
CPI	–	Comissão Parlamentar de Inquérito
CPSS	–	Committee on Payment and Settlement Systems
DPGE	–	Depósito a Prazo com Garantia Especial
ELA	–	Emergency Liquidity Assistance
FED	–	Federal Reserve
FGC	–	Fundo Garantidor de Crédito
FMI	–	Fundo Monetário Internacional
FSAP	–	Financial Sector Assessment Program
HIF	–	Hipótese de Instabilidade Financeira
ICP	–	Índice de Capital Principal
LBTR	–	Liquidação Bruta em Tempo Real
LLI	–	Linha de Liquidez Imediata
LLT	–	Linha de Liquidez a Termo
LRF	–	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTEL	–	Linhas Temporárias Especiais de Liquidez
PCF	–	Primary Credit Facility
PROER	–	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
RWA	–	Risk Weighted Asset
SELIC	–	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	–	Sistema Financeiro Nacional
SPB	–	Sistema de Pagamentos Brasileiro

SPI – Sistema de Pagamentos Instantâneos

STR – Sistema de Transferência de Reservas

TAF – Term Auction Facility

TN – Tesouro Nacional

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
2	ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA.....	18
2.1	RISCO SISTÊMICO, PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E FRAGILIDADE FINANCEIRA.....	18
2.2	EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E REGULAÇÃO FINANCEIRA.....	22
2.3	TEORIAS SOBRE A FUNÇÃO DE EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA.....	24
2.3.1	A doutrina clássica.....	25
2.3.2	Goodfriend-King e a opção por operações de mercado aberto.....	26
2.3.3	A opção pela assistência financeira a bancos insolventes.....	27
2.3.4	<i>Free Banking</i> : contra a atuação do banco central enquanto prestador de última instância em qualquer caso.....	28
2.3.5	Intervencionistas vs. Não-Intervencionistas – visões alternativas.....	29
2.3.6	Ambiguidade construtiva.....	30
2.3.7	Aspectos teóricos e realidade empírica.....	31
3	A PROVISÃO DE LIQUIDEZ NO BRASIL A PARTIR DO NOVO SPB.....	33
3.1	A EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO.....	33
3.2	INSTRUMENTOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ EMPREGADOS PELO BCB NAS ÚLTIMAS DÉCADAS.....	34
3.2.1	Operações de mercado aberto.....	35
3.2.2	Depósitos compulsórios.....	38
3.2.3	Assistência financeira de liquidez.....	41
3.2.4	Crédito intradia/overnight (via operações compromissadas)	43
3.2.5	Fundo garantidor de crédito.....	45
3.2.6	Emprego dos bancos públicos.....	47
3.2.7	Desenvolvimentos recentes – As Novas Linhas Financeiras de Liquidez.....	48

4	MOTIVOS PARA A INEXISTÊNCIA DE UMA LINHA EFETIVA DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ.....	53
4.1	O CARÁTER NÃO-SISTÊMICO DAS CRISES FINANCEIRAS NO BRASIL A PARTIR DE 2002.....	54
4.2	EXCESSO ESTRUTURAL DE LIQUIDEZ.....	57
4.3	USO DO COMPULSÓRIO COMO “COLCHÃO DE LIQUIDEZ”	60
4.4	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE ÚLTIMA INSTÂNCIA APÓS A LRF E O AMBIENTE POLÍTICO DA ÉPOCA.....	62
4.5	O PAPEL DO FGC NA PROVISÃO DE LIQUIDEZ.....	64
4.6	A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS EM PERÍODOS DE CRISE.....	66
4.7	O ESTIGMA DO REDESCONTO.....	67
4.8	PROCESSOS INADEQUADOS E A INSEGURANÇA JURÍDICA RESULTANTES DO ARCABOUÇO REGULATÓRIO DO ANTIGO REDESCONTO.....	70
4.9	ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ E MORAL HAZARD.....	71
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	73
	REFERÊNCIAS.....	75

1. INTRODUÇÃO

Apesar de fazer parte do arsenal do banco central enquanto instrumento de política monetária desde Bagehot (1873), o papel de prestador de última instância apresenta uma marcante descontinuidade. Em tempos de normalidade financeira, tal função torna-se praticamente invisível; porém, quando ameaças sistêmicas se materializam e parecem ter o potencial de desestabilizar completamente não apenas o sistema bancário, mas também a economia como um todo, a última instância do banco central passa a ser imprescindível nos mercados afetados, enquanto perdurar a crise financeira.

A autoridade monetária ou o agente financeiro incumbido de exercer o papel de prestador de última instância é aquele que concede liquidez e que tem capacidade econômica para tanto, mesmo em momentos em que outros agentes se recusam a fazê-lo. Assim, um prestamista de última instância ou *Lender of Last Resort* tem como prioridade prevenir crises de liquidez e manter o funcionamento normal do mercado de crédito (KINDLEBERGER; ALIBER, 2011).

De fato, enquanto prestador de última instância, é tarefa de um banco central evitar pânico e corridas bancárias provocados por choques de liquidez. E, para tanto, tradicionalmente disponibiliza empréstimos emergenciais de reservas bancárias para instituições solventes, porém temporariamente ilíquidas, a taxas punitivas e condicionadas à apresentação de garantias. E, de um modo geral, os eventos que caracterizam tais choques tem o potencial de ameaçar a solvência de grandes bancos ou impactar criticamente a saúde financeira de segmentos não bancários alcançados pela crise, provocando em última instância grave redução na renda agregada da economia (KAUFMAN, 1991).

Dessa forma, os riscos sistêmicos inerentes ao funcionamento do sistema financeiro – baseado na moeda privada fracionária – levou os Estados a intervirem de modo a garantir a liquidez dos bancos comerciais, sejam considerados sistemicamente importantes ou não, e o regular funcionamento do sistema econômico como um todo.

Além das operações de mercado aberto e do depósito compulsório, o banco central dispõe de um terceiro instrumento clássico de política monetária – o redesconto – cuja função fundamental é exatamente a provisão de liquidez de última instância para o sistema financeiro. Portanto, as operações de redesconto (também chamadas de assistência financeira de liquidez) funcionam como uma espécie de válvula de segurança do mercado monetário. De modo que os empréstimos obtidos por meio do redesconto constituem-se geralmente na última opção de

recursos à disposição das instituições bancárias que necessitam de saldos em reservas bancárias para poder cumprir com suas obrigações.

Com o intuito de reduzir a probabilidade de ocorrência de risco sistêmico no sistema financeiro, o Banco Central do Brasil (BCB) promoveu em abril de 2002 a reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro. A importância desse acontecimento provém do fato de que, com a mudança do sistema de pagamentos para o modelo de Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), não mais se admitiu a existência de saldo negativo em nenhum momento do dia nas contas reservas bancárias. Se, por um lado, essa mudança reduziu os riscos e trouxe maior segurança ao sistema como um todo, por outro lado, aumentou a necessidade de liquidez para a administração do saldo da conta reservas bancárias ao longo do dia.

Este trabalho tem o propósito de analisar os principais instrumentos de provisão de liquidez empregados pelo BCB para a mitigação do risco sistêmico, considerando que um dos vários papéis desempenhados pela autoridade monetária é o de ser o prestador de última instância, podendo empregar efetivamente recursos públicos para honrar as obrigações assumidas pelas instituições financeiras resultantes de suas operações no mercado interbancário. Tal análise terá como marco temporal o período compreendido entre a implantação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), em abril de 2002, e o momento recente. Adicionalmente, também serão abordados os fundamentos teóricos que justificam ou não a atuação do Banco Central como prestador de última instância.

No caso brasileiro, desde meados da década de 1990, o BCB ficou um longo período sem conceder liquidez às instituições financeiras através de operações diretas de empréstimos, só voltando a realizar este tipo de operação em abril de 2020 quando foi criada uma linha de empréstimo de caráter transitório para enfrentar os impactos econômicos da pandemia de Covid-19. Neste ínterim, embora fundamental, a provisão de liquidez ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) pelo Banco Central foi executada de forma limitada, seja por opção, pela existência de processos operacionais inadequados ou ainda devido a outros fatores circunstanciais.

Por conseguinte, a provisão de liquidez ofertada pelo BCB se limitou basicamente às operações de mercado aberto com fins de gerenciamento de liquidez (de modo a estabilizar a taxa de juros de curto prazo em torno da meta estabelecida) e à flexibilização dos depósitos compulsórios, bem como, a partir da vigência do novo SPB, em 2002, às operações compromissadas intradia ou de um dia (*overnight*), também chamadas respectivamente de redesconto intradia e redesconto *overnight*, destinadas a atender às necessidades de liquidez imediata das instituições financeiras. Diante da inexistência de linhas de assistência financeira

até 2020, coube ao depósito compulsório a função de prover os recursos necessários às instituições financeiras deficitárias em momentos de contração da liquidez; porém, de forma ineficiente, por ser concentrado em poucas instituições, basicamente os bancos de varejo.

Apesar de previsto no arcabouço regulatório do Banco Central, o redesconto de títulos com prazo superior a um dia, para atender a descasamento de fluxo de caixa de curto prazo, com ou sem desequilíbrio estrutural, jamais teve sua utilização efetivada de fato, de modo que não havia uma assistência financeira emergencial clássica disponível às instituições bancárias. O redesconto intradia e *overnight* não são instrumentos de assistência financeira de última instância, mas sim ferramentas que proporcionam às instituições financeiras uma melhor administração de liquidez de curtíssimo prazo, sempre executadas por meio de operações compromissadas, cuja contratação se dá de forma automática, sem depender de prévia autorização do Banco Central. Contudo, diante de um contexto de grave crise financeira, tal modalidade de redesconto, a de compra com compromisso de revenda, se mostrou operacionalmente inviável por falta de tempestividade e pela insegurança jurídica que tais operações carregavam relativamente à efetiva transferência de propriedade de ativos, para uma gama muito ampla de ativos. Por exemplo, no modelo então vigente de redesconto, o Banco Central era obrigado a arcar com a comissão *Del Credere*, que é uma remuneração paga ao próprio tomador de recursos pela administração dos ativos cedidos ao Banco Central (BACEN, 2019).

Como se verá no terceiro capítulo, subseção 3.2.7, a reformulação da assistência financeira através das novas Linhas Financeiras de Liquidez lançadas em 2020/2021 veio suprir essas deficiências de modo a tornar o processo mais ágil e menos complexo em termos jurídicos.

Desse modo, essa limitação fundamental no provisionamento de liquidez gerou algumas ineficiências, como os altos níveis de compulsórios, cuja flexibilização dos saldos mantidos em reservas bancárias, foi o principal instrumento de fornecimento de liquidez para o SFN em momentos de crise durante o período analisado.

Isto posto, uma questão a ser investigada é, diante da inexistência ou pelo menos da escassez de linhas de assistência financeira do Banco Central (redesconto) de prazo superior a um dia, como a demanda das instituições financeiras por liquidez de curto e médio prazos foi atendida até recentemente (2020), sobretudo levando em conta as turbulências financeiras ou econômicas ocorridas neste período, em especial a crise financeira mundial de 2008.

Essas são as questões que procuro investigar nesta dissertação. E desde já cabe a advertência que as eventuais respostas apontadas podem ser imperfeitas e incompletas, pois sua superação exigiria mais recursos e tempo disponíveis que são, de fato, escassos no presente

trabalho, mas fica aberta a possibilidade do desenvolvimento de pesquisas mais profundas relacionadas a esse tema no futuro.

A estrutura metodológica adotada no presente trabalho consiste no emprego de diferentes abordagens de pesquisa. No plano teórico, é realizada uma breve revisão de literatura sobre risco sistêmico, fragilidade financeira e crise sistêmica a partir da perspectiva pós-keynesiana e de trabalhos desenvolvidos no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS). Adicionalmente, é feito um levantamento de fontes primárias referentes à regulação das linhas de assistência financeira de liquidez e outros instrumentos de provisão de liquidez, com base em normativos do Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil. Por último, realiza-se ainda uma análise de estatísticas descritivas relativas à provisão de liquidez por parte da autoridade monetária.

Além desta introdução, o presente trabalho encontra-se dividido em três capítulos, seguido da conclusão. O segundo capítulo expõe os principais aspectos teóricos sobre a função de prestador de última instância, cuja apresentação está dividida em três seções. A primeira busca estabelecer de forma concisa uma conexão entre o conceito de risco sistêmico e a essência das teorias da preferência pela liquidez de Keynes e da fragilidade financeira de Minsky. Para o escopo desta pesquisa, será abordado apenas duas vertentes sobre o conceito de risco sistêmico, uma a partir da perspectiva pós-keynesiana e a segunda a partir dos trabalhos desenvolvidos no âmbito de organismos internacionais, tais como o BIS. A segunda seção analisa o papel do prestador de última instância e sua relação essencial com a regulação financeira do setor bancário. A terceira seção apresenta algumas teorias sobre a função de prestador de última instância desempenhada pela autoridade monetária.

O terceiro capítulo apresenta os principais instrumentos de provisão de liquidez, sejam emergenciais ou não, comumente empregados no Brasil desde o lançamento do novo SPB (2002). No final desse capítulo, será apresentada uma descrição dos principais aspectos da nova assistência financeira de liquidez reeditada em 2020/2021. O quarto capítulo busca aprofundar o debate apontando algumas respostas sobre o(s) motivo(s) que levaram o Banco Central do Brasil a não ofertar ao mercado o principal instrumento de provisão de liquidez de última instância: a assistência financeira de liquidez. Por último, finalizando este trabalho seguem as conclusões da pesquisa.

2. ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

2.1 RISCO SISTÊMICO, PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E FRAGILIDADE FINANCEIRA

As políticas de provisão de liquidez executadas pelo banco central relacionadas à assistência financeira de última instância têm como finalidade mitigar o risco sistêmico do setor bancário, considerando que o sistema financeiro é inerentemente instável e as crises financeiras são inevitáveis, conforme ampla evidência histórica já levantada (REINHART; ROGOFF, 2009).

Embora não haja na literatura econômica uma definição universalmente aceita sobre risco sistêmico, dado que este termo surgiu sem estar necessariamente vinculada a determinado arcabouço teórico, o presente trabalho destaca duas abordagens que possivelmente podem ser complementares, conforme a perspectiva desenvolvida por Martins (2020). A primeira definição é aquela obtida a partir da literatura sobre sistemas de pagamentos elaborada pelo BIS (e outros organismos internacionais correlatos) que busca um enfoque mais prático, voltado para o seu respectivo objeto de interesse, basicamente as atividades de liquidação desempenhadas pelas diversas instituições financeiras. A segunda deriva da abordagem pós-keynesiana que procura associar em termos teóricos risco sistêmico, fragilidade financeira e crise sistêmica. Tais trabalhos ressaltam o caráter endógeno do risco sistêmico e uma visão vertical sobre as crises financeiras, ou seja, que suas repercussões podem potencialmente transbordar o sistema financeiro e atingir todo o sistema econômico.

A primeira vertente citada que resulta dos trabalhos de diversos bancos centrais coordenados no âmbito do BIS no final da década de 1980 define o conceito de risco sistêmico da seguinte maneira:

“the risk that the inability of one participant in a payment system, or in the financial markets, to meet obligations when due will cause other participants to fail to meet their obligations when due” (BIS, 1989, p. 10).

Dessa forma, um sistema de pagamentos deve contemplar essencialmente a redução dos riscos sistêmicos inerentes ao seu funcionamento tendo em vista que as transferências de recursos envolvidas estão sujeitas ao inadimplemento por parte de um ou mais integrantes do ciclo de pagamentos.

E, importa frisar, que essa abordagem considera como de importância secundária os motivos que levam certo agente econômico a não honrar com suas obrigações financeiras tempestivamente. O essencial é a ênfase em relação ao risco de contágio nos sistemas de pagamentos que uma obrigação não liquidada possa causar a uma cadeia de liquidações tendo em conta as interrelações estabelecidas entre as instituições que integram tais sistemas (ROCHET; TIROLE, 1996a, 1996b).

A segunda abordagem para o termo resulta de trabalhos desenvolvidos por autores pós-keynesianos, especialmente Hyman Minsky, para quem a economia capitalista é essencialmente um sistema financeiro, no sentido de que o impacto das finanças sobre o comportamento dos agentes econômicos e das variáveis macroeconômicas é um ponto central do *modus operandi* do sistema capitalista (MINSKY, 1967, p. 33).

Dessa forma, as decisões de investimento, seja qual for o ativo, financeiro ou físico, envolvem não somente uma decisão de alocação de portfólio, mas também uma decisão de financiamento relacionada ao tamanho e à estrutura das obrigações que os agentes estão dispostos a assumir (MINSKY, 2008, p. 192). O conjunto dessas decisões acabam por interrelacionar todos os agentes econômicos. Além disso, tais decisões são fruto de diferentes estratégias que refletem o grau de fragilidade financeira que cada unidade econômica se sujeita. De modo genérico, esse grau de fragilização pode ser descrito como a capacidade das empresas e das famílias manterem o pagamento tempestivo de suas dívidas, mesmo no advento de uma redução imprevista de suas receitas financeiras¹.

Neste ponto, para melhor compreender os conceitos minskyanos de fragilidade financeira e instabilidade financeira, recorreremos à interpretação elaborada por Burlamaqui e Torres Filho (2020). Para esses autores, fragilidade financeira representa um conjunto de processos que, quando não interrompidos, provocam uma contínua redução na receita esperada ou um aumento no custo dos empréstimos contratados previstos pelos agentes econômicos de

¹ De acordo com a taxonomia minskyana, os diferentes graus de fragilidade financeira podem ser descritos como *hedge*, especulativo e ponzi. As unidades *hedge* se caracterizam por uma estrutura patrimonial saudável, em que o fluxo de receitas correntes esperadas de suas operações seria suficiente para liquidar todas suas obrigações financeiras. Nas unidades especulativas, o fluxo de receitas esperadas não é suficiente para arcar totalmente com as suas obrigações financeiras de modo que é necessário rolar parte da dívida para o pagamento do principal (amortização). Por último, há as unidades ponzi; similar ao caso anterior, porém mais grave, pois agora a unidade econômica precisa rolar toda a sua dívida, não somente o principal, mas também os juros. Dessa forma, a estrutura patrimonial das unidades econômicas reflete o grau de fragilidade financeira. E, assim, quanto maior o volume de agentes na categoria ponzi, mais frágil é a estrutura financeira característica de determinado sistema financeiro (Minsky, 1977b, p. 13-15). Porém, cabe ressaltar que dada a natureza eminentemente especulativa da atividade bancária (bancos trabalham com recursos de terceiros, que têm maturidade mais curta do que seus ativos), os bancos entrariam na classificação de Minsky direto no nível especulativo, podendo eventualmente evoluir para ponzi, conforme o seu grau de fragilidade financeira.

tal modo que o pagamento integral de suas obrigações financeiras relativamente às dívidas, juros e principal, ficaria comprometido.

Por outro lado, instabilidade financeira refere-se a uma situação em que os mercados financeiros se tornam disfuncionais por conta da ocorrência de um choque exógeno ou endógeno. Nesse caso, a capacidade das instituições financeiras superavitárias continuarem a transferir liquidez para os agentes deficitários – que em função do choque estão necessitando desesperadamente de recursos – fica bastante prejudicada. Por conseguinte, o custo dessas operações fica demasiadamente caro ou elas simplesmente são interrompidas e, diante da impossibilidade de se precificar corretamente os ativos financeiros, o mercado tende a ficar paralisado.

Neste ponto, cabem comentários a respeito do conceito de preferência pela liquidez no setor financeiro. Conforme Keynes (1983), a principal característica das economias monetárias de produção é a incerteza que, ao afetar o grau de confiança dos agentes, prejudica ou mesmo impede a correta avaliação da renda esperada dos diversos investimentos. Diante dessa situação, os indivíduos quando estão pessimistas quanto ao futuro preferem alocar seus recursos em ativos mais líquidos e a moeda é o ativo líquido por excelência. O importante é que, quando aumenta o grau de preferência pela liquidez, é esperado um efeito negativo sobre a demanda agregada. No caso do setor bancário, verifica-se um comportamento pró-cíclico das instituições financeiras, ou seja, na fase da expansão, os bancos atendem a maior demanda por crédito dos agentes apostando na continuidade do crescimento dos indicadores econômicos; na fase da desaceleração, a preferência pela liquidez faz os bancos contraírem a oferta de crédito, diminuindo as opções de financiamento num momento crítico para o público em geral. Em suma, o comportamento pró-cíclico dos bancos acelera o crescimento em tempos de expansão econômica e aprofunda a crise em tempos de contração da economia.

Conforme Paula e Alves Jr (2003), a dinâmica do ciclo econômico de acordo com a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky depende da evolução do risco percebido pelos agentes econômicos, que tende a se alterar ao longo das fases do ciclo. Quando a economia está se expandindo, os agentes econômicos tendem a reduzir suas margens de segurança o que não significa necessariamente que tenham se tornados mais propensos ao risco. Na verdade, a disseminação do otimismo resultante da melhora nas expectativas com relação ao futuro se traduz numa redução do risco percebido pelos agentes de tal modo que,

paradoxalmente, enquanto a percepção de risco diminui, a fragilidade financeira aumenta por conta da erosão das margens de segurança².

Assim, quando as instituições financeiras buscam ativos líquidos porque se aproxima uma crise, há a tendência de redução da oferta de crédito agregada, exatamente no momento que os agentes econômicos deficitários mais precisam de empréstimos para recompor os seus fluxos de caixa ou para reestruturar suas dívidas.

Entretanto, para que uma situação de instabilidade financeira se estabeleça é necessário que antes esteja em curso um processo crescente de fragilização financeira de tal modo que a fragilidade financeira antecede e é um pré-requisito da instabilidade financeira.

Isto posto, faz parte do funcionamento normal do sistema econômico contemporâneo a crescente fragilização da estrutura financeira de uma unidade econômica e esse fenômeno ocorre mesmo em tempos de prosperidade, não sendo provocados por falhas de mercado ou erros de política econômica o que caracteriza a evolução de um processo eminentemente endógeno, conforme a HIF formulada por Minsky (1992).

De fato, Minsky não chega a elaborar um conceito próprio de risco sistêmico, tampouco de contágio. Para se obter uma abordagem que trate desses temas e que explicitamente associe risco sistêmico com fragilidade financeira é necessário recorrer ao pensamento pós-keynesiano, mais especificamente aos trabalhos desenvolvidos por Fernando Cardim que também busca um constante intercâmbio com as abordagens convencionais ou *mainstream* (CARVALHO, 2010, 2015, 2016a, 2016b; CARVALHO et al., 2007).

Para Cardim, o risco sistêmico: “refere-se à possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa se transmitir ao sistema como um todo e, eventualmente, levar a um colapso da própria economia” (CARVALHO, 2005, p.121) o que representa um conceito de risco sistêmico bastante abrangente e alinhado ao proposto por De Bandt e Hartmaan (2002).

Assim, para Cardim, o caráter dinâmico do risco sistêmico se evidencia a partir do desenvolvimento de desequilíbrios contínuos a partir das fases de prosperidade, conforme a hipótese de instabilidade financeira minskyana.

² Segundo Minsky (1992; 2008), uma estrutura financeira se caracteriza pelo estabelecimento de margens de segurança entre os fluxos futuros de lucros esperados de uma unidade econômica e os compromissos financeiros contratados. A margem de segurança oferece uma proteção contra eventos inesperados em cada período do projeto.

2.2 EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E REGULAÇÃO FINANCEIRA

Um dos vários papéis desempenhados pela autoridade monetária é o de ser o prestador de última instância, podendo empregar efetivamente recursos públicos para honrar as obrigações assumidas pelas instituições financeiras resultantes de suas operações no mercado interbancário.

Portanto, as instituições bancárias devem contar com o banco central como provedor de meios de pagamento, na forma de empréstimos de curto prazo e sob certas condições, nos casos em que tenham necessidade de recursos financeiros e não estejam aptos a obtê-los via mercado. Assim, ao operar como prestador de última instância, o banco central detém o poder de regular a atividade dos bancos a ele submetidos (GOODHART *et al.*, 1998).

No entanto, tal medida tem um caráter contraditório, pois se serve à solidez do sistema, também induz os agentes a buscarem posições mais arriscadas o que, em última instância, promove o risco moral³ (*moral hazard*) e a fragilização financeira do sistema. Dessa forma, a regulação financeira busca estabelecer limites ou garantias que mitiguem esse efeito adverso (MINSKY, 1986).

A partir daí, surge a necessidade de se fiscalizar e regulamentar o sistema financeiro com o intuito de impedir que, por conta da segurança que o papel do prestador de última instância acarreta, o mercado como um todo adotasse um comportamento imprudente e propenso ao *moral hazard* o que poderia estimular movimentos especulativos mais intensos e, conseqüentemente, futuras crises financeiras.

Dessa forma, os bancos centrais, enquanto prestadores de última instância possuem dois papéis bem definidos. O primeiro é a capacidade de agir emergencialmente em situações de crise o que justifica a sua existência e impõe um permanente estado de prontidão. O segundo diz respeito a sua prerrogativa de exigir contrapartidas daqueles que recebem ou que poderão receber esse seguro contra perdas. Tais contrapartidas obrigam que as instituições financeiras adotem comportamentos desejáveis, em termos prudenciais; o que, no final das contas, justifica a imposição da regulação financeira sobre todos que, em tese, poderiam ter suas perdas absorvidas pela autoridade monetária (MINSKY, 1986).

³ O “risco moral” (*moral hazard*) existe quando um agente que se encontra sob a proteção de algum instrumento (um seguro ou um empréstimo de última instância, por exemplo), tende a adotar um comportamento imprudente ou menos responsável do que normalmente adotaria exatamente em função da noção implícita de que suas perdas serão transferidas a terceiros.

Outro aspecto essencial das ações do prestador de última instância é poder de estabelecer um piso, ou seja, um limite, para as perdas financeiras da instituição que apresenta problemas de liquidez ou solvência e enfrente a costumeira deflação de ativos que se segue, após o mercado a identificá-la como excessivamente arriscada. Nesse momento, a capacidade do devedor poder honrar suas obrigações financeiras é questionada pelos seus pares à medida que o preço de seus ativos físicos ou financeiros caem acentuadamente no mercado (VASCONCELOS, 2014, p. 251).

O reconhecimento de que as operações de empréstimo de última instância podem provocar efeitos colaterais no sistema econômico está presente na obra de Minsky, particularmente a possível pressão inflacionária que o aumento da liquidez que tais operações geram. Todavia, a provisão de crédito de última instância pelo Banco Central é fundamental, seja pelos seus aspectos estabilizadores em termos de gerenciamento da liquidez, seja por promover a expansão da regulação do mercado.

Ainda de acordo com Minsky, o papel na provisão de última instância desempenhado pelo banco central não deve se limitar somente ao socorro de instituições bancárias, mas o alcance do arcabouço regulatório da autoridade monetária deveria ser o mais amplo possível de modo a abranger todas as instituições financeiras.

A Crise Financeira Global de 2008 evidenciou as fragilidades do processo de desregulamentação financeira que se disseminou mundo afora entre as décadas de 1980 e 1990. Um novo arcabouço regulatório de alcance mundial voltado particularmente à regulação bancária começou então a ser discutido nos anos pós-crise. Tal arcabouço, denominado Basileia III, além dos aspectos mais gerais sobre regulação financeira, procurou focar, em termos de liquidez, especialmente a questão do valor dos ativos com os quais os bancos operam. Contrapondo-se à abordagem anterior (Basileia II), cuja essência dizia respeito a questões microprudenciais, o novo marco regulatório buscou ressaltar o adequado tratamento dos riscos sistêmicos, o que, ao contrário, demanda necessariamente uma abordagem macroprudencial.

Contudo, uma vez superada a crise de 2008, o arcabouço regulatório voltado para a provisão da assistência financeira de última instância voltou a ser contestado pelo pensamento econômico convencional, que até aceita uma certa regulação, porém voltada para os aspectos microprudenciais e com foco na avaliação de riscos e mantendo algum grau de liberdade para os agentes do mercado financeiro. Diferentemente, abordagens mais centradas em prover instrumentos capazes de contribuir para a estabilidade sistêmica dos mercados financeiros focam em exigências de maior capital próprio dos bancos, na obrigação de se manter ativos de

maior qualidade nos balanços e no papel fundamental do prestador de última instância como regulador efetivo e gestor da resolução de crises bancárias (VASCONCELOS, 2014).

Deve-se evitar soluções superficiais para o problema da administração da liquidez que passem pela redução do papel do prestador de última instância. Instrumentos como análise de risco de carteiras e alocação de capital segundo ponderação por risco devem estar subordinados à coordenação da autoridade monetária. É essencial que todas as instituições financeiras que captam depósitos ou realizam operações com ativos financeiros, sejam bancos comerciais ou de investimentos, fundos de mútuo ou *shadow banks*⁴, estejam submetidos à sua regulação. Para a promoção da estabilidade financeira do sistema somente um banco central que possua uma capacidade regulatória efetiva e abrangente terá condições de impor ao sistema financeiro condutas prudentiais que mitiguem o risco sistêmico inerente ao seu funcionamento regular.

2.3 TEORIAS SOBRE A FUNÇÃO DE EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

Primeiramente, conforme Michael Bordo (1990), serão apresentadas quatro perspectivas diferentes sobre o papel de prestador de última instância, a saber:

- i. A Doutrina Clássica: o prestador de última instância deve prover todos os recursos necessários para afastar o pânico;
- ii. A Visão Monetarista (Goodfriend e King): as operações de mercado aberto são o único instrumento necessário para se enfrentar uma crise de liquidez;
- iii. Goodhart (e outros): o prestador de última instância deve prover liquidez tanto para os bancos ilíquidos quanto para os insolventes;
- iv. Sistema Bancário Livre (*Free Banking*): não é necessária a existência de uma autoridade pública exercendo o papel de prestador de última instância.

Na sequência, ainda serão abordadas (v) algumas diferentes perspectivas acerca do debate entre intervencionistas e não intervencionistas, bem como (vi) a abordagem da

⁴ *Shadow banking system* compreende instituições que perfazem as funções clássicas de uma intermediação financeira, como a transformação da maturidade (depósitos e outras captações de curto prazo em ativos de longo prazo), da liquidez (uso de instrumentos líquidos para financiar ativos ilíquidos) e do crédito (melhora da avaliação de crédito de terceiros pela qualidade da própria carteira de ativos), mas que estão à margem da regulação bancária tradicional, não se sujeitando a requerimentos de capital ou a outros tipos de regulação prudencial.

ambiguidade construtiva, atualmente bastante disseminada no âmbito das práticas operacionais dos bancos centrais.

2.3.1 A Doutrina Clássica

O papel do Banco da Inglaterra em conter pânico e crises bancárias durante o século XIX despertou o interesse de Henry Thornton (*An Enquiry into the Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802) e Walter Bagehot (*Lombard Street*, 1873).

Para Thornton, deveria ser responsabilidade do Banco da Inglaterra atuar como prestador de última instância em momentos de pânico bancário, provendo liquidez ao mercado e redescontando sem restrições os títulos de todos os bancos solventes; porém, negando assistência financeira às instituições insolventes, não importando o tamanho e a importância delas.

Um dos requisitos de um prestamista de última instância seria deter o monopólio da emissão de moeda o que permitiria a administração de uma fonte inesgotável de recursos, ou seja, de liquidez para o sistema econômico. Com base nisso, o prestador de última instância estaria apto a expandir seus empréstimos e a aumentar o estoque de moeda quando os bancos privados, em reação a uma crise iminente, agiriam de maneira conservadora no sentido contrário.

Apesar disso, o prestador de última instância não deveria agir de forma condescendente a ponto de incentivar a irresponsabilidade dos bancos, ou seja, deveria sempre levar em conta a possibilidade de suas ações inadvertidamente impulsionarem o risco moral. Dessa forma, não se cogitaria o socorro a uma instituição vítima de má gestão, pois isso incentivaria outros bancos a assumir riscos excessivos.

Na mesma linha de pensamento, Bagehot acrescentou que a operação de última instância deveria observar as seguintes condições: empréstimo a taxas punitivas, deixar claro que o banco central proveria liquidez sem restrições a qualquer instituição ilíquida, mas solvente, que apresentasse as devidas garantias. Conforme Bagehot, as taxas nos empréstimos emergenciais de última instância deveriam ser punitivas para evitar que tais recursos fossem desviados de sua finalidade original e aplicados em operações de risco, aumentando a alavancagem dos bancos, bem como para incentivar que os bancos em dificuldades esgotassem todas as possibilidades de captação no mercado interbancário antes de recorrer às linhas de crédito de última instância do banco central (e mais caras). A taxa punitiva acabaria

promovendo uma alocação eficiente dos recursos do sistema bancário e induziria os bancos a desenvolverem uma melhor administração de liquidez.

Outrossim, a autoridade monetária deveria ser o mais transparente possível com relação a sua disposição de emprestar a qualquer banco que preenchesse os devidos pré-requisitos. Assim, o banco central manteria a liquidez do mercado em momentos de crise e deixaria claro que também emprestaria livremente em futuros choques de liquidez.

Assim como Thornton, Bagehot defendia que a assistência de liquidez de última instância deveria ser uma medida temporária destinada apenas a situações de pânico bancário e que se tal medida fosse adotada de imediato e com determinação pelo banco central a crise financeira se dissiparia rapidamente.

2.3.2 A Visão Monetarista: Goodfriend-King e a opção por operações de mercado aberto

Goodfriend e King (1988) defendiam que as operações de emprestador de última instância deveriam se limitar tão somente a operações de mercado aberto para aumentar o estoque de reservas bancárias no mercado interbancário e, conseqüentemente, expandir a liquidez da economia.

Para esses autores, a definição de política monetária deve abranger apenas as operações que modificam a base monetária, ou seja, moeda em circulação mais reservas bancárias (*high-powered money*). As demais funções do banco central seriam definidas como política bancária (*banking policy*) e incluiriam: a) assistência financeira regular ou emergencial (quando provocam variações na composição do ativo do banco central, mas que mantêm fixo o seu respectivo total); e, b) as ações de regulação e supervisão do sistema bancário.

Dessa forma, a política monetária pressupõe que o banco central controle o *high-powered money* de modo a estabilizar a taxa de juros contra variações sazonais ou cíclicas na demanda por moeda e crédito e, assim, ser capaz de administrar variáveis nominais como o nível de preços, a taxa de inflação e a taxa nominal de juros, podendo possivelmente influenciar, mesmo que de forma temporária, variáveis reais como o emprego e o produto. Portanto, a política monetária pode ser executada apenas por meio de operações de mercado aberto, independentemente ou sem o suporte da regulação financeira.

Ademais, os autores não identificam uma racionalidade convincente para justificar a provisão pública de linhas de crédito a bancos individuais por meio da janela de redesconto do banco central. De fato, a moeda fiduciária requer que a autoridade monetária administre o *high-*

powered money, contudo, na atualidade os mercados financeiros são capazes de alocar eficientemente crédito privado e a um custo menor do que a assistência pública de liquidez emergencial. Assim, com base nessas considerações, não fica evidenciada a essencialidade da assistência financeira do banco central e, conseqüentemente, das atividades de regulação e supervisão financeira que as acompanham.

Na abordagem dos autores, se a assistência financeira for feita por meio de um redesconto não esterilizado⁵, ela se assemelha a uma operação de mercado aberto, e seria assim classificada como política monetária. Porém, dado que as operações de mercado aberto são suficientes para a execução da política monetária (e a custo menor), o redesconto não esterilizado seria redundante e, portanto, desnecessário enquanto instrumento de política.

No caso do redesconto esterilizado, isto é, quando acompanhado de uma operação de venda no mercado aberto de igual valor, o resultado também é uma redundância. Dado que não há variação na base monetária (*high-powered money*), as operações de redesconto quando esterilizadas não tem relação com a política monetária e se enquadram como políticas bancárias puras. Nesse caso, um empréstimo a um banco individual apenas substitui nos registros contábeis do banco central o título público utilizado na operação compensatória, sem modificação no valor total das suas obrigações (passivo), ou seja, na base monetária.

Assim, a operação esterilizada de redesconto (que não aumenta a base monetária) a uma instituição particular seria redundante por se assemelhar a uma operação financeira entre dois bancos.

Além disso, a assistência financeira colateralizada para uma instituição a princípio ilíquida, poderia na verdade dificultar a tempestiva identificação de um banco que já se encontrava insolvente (e, portanto, deveria ser liquidado).

Dessa forma, enquanto opção de política, os autores sustentam que não há evidências de que a janela de redesconto do banco central seja um instrumento superior às operações de mercado aberto para o provimento de liquidez do sistema bancário.

2.3.3 Goodhart: A opção pela assistência financeira a bancos insolventes

⁵ Uma operação de redesconto esterilizada significa que o Banco Central executou paralelamente uma operação de mercado aberto para compensar os efeitos do empréstimo sobre a base monetária (expansão) e, desse modo, evitar que o aumento de reservas pressionasse a taxa básica de juros a ficar abaixo da sua meta. Quando a linha de assistência financeira do Banco Central é esterilizada, ela muda a composição do seu ativo sem alterar o seu passivo monetário. Uma operação não esterilizada de redesconto significa exatamente o contrário.

Charles Goodhart (1985, 1987) defende que o banco central execute operações de assistência financeira direcionadas inclusive para bancos insolventes, considerando que a distinção entre falta de liquidez e insolvência não passa de ilusão; pois, na maioria dos casos, os bancos que recorrem à última instância da autoridade monetária já se encontram em estado de insolvência. Normalmente, dadas as dificuldades de se avaliar o valor dos ativos da instituição financeira com problemas, o banco central terá que tomar uma decisão urgente para autorizar uma operação de última instância devido a um problema de liquidez quando já existe suspeita sobre a solvência da instituição, embora não se saiba o quanto ruim é esta situação.

Em suma, a intervenção em um banco ilíquido ou mesmo insolvente é defensável e necessária, pois os efeitos negativos da falência de uma instituição financeira são maiores do que os possíveis efeitos negativos de um aumento do risco moral (*moral hazard*). No final das contas, busca-se evitar que o contágio provoque uma corrida aos bancos (*bank runs*) e pânico bancário.

Outro motivo, segundo Goodhart, para que o banco central resgate o banco com problemas seria a proteção da própria base de clientes desta instituição. Levando em conta que a relação cliente-banco é uma relação baseada em confiança e na posse de informações específicas desses clientes, a transferência de depósitos de uma instituição insolvente para outra solvente, ou seja, a busca por proteção, impõe um custo aos depositantes que hesitariam, até certo ponto, em retirar seus recursos de bancos com problemas e que, se em algum momento o fizessem, talvez fosse tarde demais.

Solow (1982) também se posiciona favoravelmente a assistência financeira a bancos insolventes pelo motivo que o banco central é responsável pela estabilidade financeira do sistema como um todo. Afinal, a quebra de um banco, especialmente um grande banco, reduz a confiança no sistema bancário na sua totalidade, justificando a intervenção do banco central para evitar o contágio. Contudo, esta opção pode induzir os bancos a assumir posições mais arriscadas e a reduzir os estímulos que o público interessado teria para monitorar a situação financeira dos bancos de modo que tal política tem o potencial de gerar *moral hazard*.

2.3.4 Sistema Bancário Livre (*Free Banking*): contra a atuação do banco central enquanto prestador de última instância em qualquer caso

O Sistema Bancário Livre (*Free Banking*) ou regime monetário *laissez-faire* pode ser descrito como um sistema bancário organizado competitiva e livremente por seus participantes

onde não existe um monopolista responsável pela emissão de papel moeda, ou seja, não requer a existência de um banco central. Dessa forma, os bancos não estariam sujeitos a regulamentações específicas, além daquelas aplicáveis às empresas em geral, e também seriam livres para emitir a sua própria moeda (SELGIN; WHITE, 1994).

Para os adeptos dessa corrente, nenhuma autoridade pública deveria exercer o papel de prestador de última instância, pois não acreditavam na tese de que o sistema financeiro fosse inerentemente instável e, portanto, sujeito a crises periódicas.

O fundamento para esta opção de política é que o único motivo para a ocorrência de pânico bancário são as restrições legais que impedem que o mercado crie os seus próprios mecanismos de proteção. Por exemplo, nos EUA, não é permitido a abertura de agências espalhadas a nível nacional de modo que a atuação dos bancos americanos se dá através de fronteiras geográficas bem definidas. Assim, segundo os defensores do *Free Banking*, se não houvesse essa restrição e os bancos deixassem de ser regionais, haveria uma diversificação de portfólio que tornaria os balanços dos bancos mais robustos.

Outra crítica comum à atuação de um prestador de última instância é o alto custo em termos de imagem da utilização de recursos públicos para salvar bancos que geram lucros privados, mas que socializam prejuízos, quando suas apostas são malsucedidas.

Experiências de sistemas bancários mais ou menos livres foram mais comuns entre o século XVIII e o início do Século XX⁶. Neste período, um dos mais proeminentes economistas que defendia o sistema livre era Adam Smith (1776). No entanto, o surgimento de teorias econômicas baseadas na superioridade de um banco central monopolista, entre outros fatores, praticamente fez desaparecer a relevância teórica do sistema bancário livre. Mais recentemente, coube a Hayek (1976) o retorno do debate e da defesa desse sistema e, mais especificamente, que as autoridades públicas abrissem mão do monopólio da emissão de moeda e permitissem que bancos privados pudessem voluntariamente fazê-lo.

2.3.5 Intervencionistas vs. Não-Intervencionistas – visões alternativas

Além dos pontos de vistas descritos por Bordo (1990) sobre o papel do prestador de última instância, também cabe ressaltar que alguns autores como Mishkin (1996), Santomero e Hoffman (1998) e Freixas *et al.* (2000) defendem enfaticamente o resgate a bancos que

⁶ Kevin Dowd, em sua obra, *The Experience of Free Banking* (1992), enumera a maioria dos episódios conhecidos de *free banking* e discute em profundidade alguns deles.

estejam enfrentando graves dificuldades financeiras porque uma eventual falência bancária provocaria externalidades negativas e acarretaria um significativo custo social. Além disso, uma operação de socorro financeiro, em tese, poderia reerguer as suas atividades, melhorando o seu fluxo de caixa e permitindo a sobrevivência financeira.

Por outro lado, a sinalização que um resgate financeiro é iminente e a existência de mecanismos de garantias de depósitos acabam incentivando a assunção de riscos por parte dos participantes do mercado financeiro. Estudos realizados por autores como Merton (1977) e Hovakimian e Kane (2000) demonstraram que sistemas bancários que possuem instrumentos garantidores de depósitos são mais alavancados e propensos ao risco.

Na linha a favor da não intervenção no sistema bancário, Meltzer (1986) defende que, sob o pretexto de se evitar uma crise financeira, as autoridades públicas não deveriam socorrer bancos insolventes e, assim, coibiriam o *moral hazard*, ou seja, não encorajar que os bancos assumissem riscos desmedidos. Essa corrente não intervencionista, defende que o custo associado a um maior risco moral seria superior ao custo associado à falência da instituição financeira.

Dessa forma, os bancos deveriam ser tratados como qualquer outra unidade econômica que, sujeitas à eventualidade de uma falência, não contam com mecanismos de intervenção pública para evitar a sua derrocada.

2.3.6 Ambiguidade Construtiva

Bastante disseminada no âmbito das práticas operacionais dos bancos centrais é a abordagem da ambiguidade construtiva que defende que o prestador de última instância não se comprometa com nenhum plano de ação prévio para salvar bancos insolventes, evitando assim o risco moral. A opção pelo resgate financeiro estaria condicionada a uma análise dos custos e benefícios envolvidos.

Ao promover, de forma deliberada, uma certa incerteza se haverá ou não o emprego da assistência financeira, a ambiguidade construtiva, em tese, pode incentivar os bancos a agirem prudentemente (CORRIGAN, 1990). E o mesmo resultado pode ser alcançado se a autoridade monetária deixar em aberto a possibilidade do acesso à última instância (CROCKETT, 1996). Desse modo, fica evidente que a ambiguidade construtiva coloca nas mãos dos tomadores de decisão um elevado grau de discricionariedade.

Na prática, os bancos centrais ou as autoridades públicas responsáveis pela gestão de crises financeiras são relutantes em antecipar as condições específicas da assistência emergencial por conta do elevado *moral hazard* e dos efeitos adversos sobre o funcionamento dos mercados. Normalmente, nem todos os bancos centrais divulgam ao público em geral suas normas relativas à provisão de última instância. E quando divulgadas, se limitam a princípios ou orientações gerais, deliberadamente vagas, o que evidencia o grau de disseminação da ambiguidade construtiva.

2.3.7 Aspectos teóricos e realidade empírica

Os registros históricos levantados por Bordo (1990) parecem apontar que a maioria das autoridades monetárias tenderam a adotar os preceitos clássicos de Thornton e Bagehot como princípio geral para o enfrentamento de crises bancárias. Dessa forma, coube inicialmente a essa visão teórica uma maior proeminência no debate sobre a função do prestador de última instância.

Contra os adeptos do *Free Banking*, pesou o consenso que se formou em torno da necessidade de uma autoridade monetária pública que fosse responsável pelo combate às crises financeiras e ao pânico bancário. Embora aconteçam eventualmente operações de resgate de instituições financeiras insolventes, a visão alternativa defendida por Goodhart também não representa uma premissa para a maioria dos bancos centrais, considerando a relutância destes em usar recursos públicos para salvar instituições suspeitas de se encontrarem à beira da insolvência. Por outro lado, não parece que a visão monetarista – defendida por Bordo (1990) – tenha sustentação empírica, principalmente em tempos de crise financeira severa quando os bancos centrais (mesmo de países de tradição liberal) com frequência recorrem a mecanismos pouco convencionais para a garantia da solidez de seus respectivos sistemas financeiros.

Porém, a necessidade de se mitigar as crises bancárias e o risco sistêmico sem encorajar no futuro uma maior propensão ao risco por parte dos bancos, disseminou entre muitos bancos centrais a adoção da abordagem da ambiguidade construtiva como forma de redução do *moral hazard* o que, num primeiro momento, acaba se sobrepondo à prática mais explícita de Bagehot e Thornton (pelo menos até que se revele qual vai ser a efetiva estratégia da autoridade monetária). De fato, a abordagem construtiva passou a influenciar decisivamente o papel do prestador de última instância, principalmente quanto à tempestividade e à abrangência de

uma eventual operação de resgate, não só em países desenvolvidos, mas também em países emergentes, como é o caso do Brasil.

Contudo, por volta de 2007, o reconhecimento do papel dos bancos centrais na promoção da estabilidade financeira estimulou o desenvolvimento de abordagens mais explícitas para prevenção e gestão de crises. Embora a ambiguidade construtiva tenha permanecido um princípio fundamental, vários bancos centrais passaram a abordar mais abertamente suas práticas relacionadas à assistência financeira emergencial.

O aumento da transparência *ex ante* foi interpretado como uma forma dos bancos centrais administrarem as expectativas do mercado em relação à disponibilidade potencial das linhas de crédito emergenciais de modo a reduzir o problema do *moral hazard*. Por exemplo, a comunicação pré-crise de que apenas as instituições sistemicamente importantes são elegíveis, foi uma forma de alguns bancos centrais indicarem um limite na atuação de uma possível assistência financeira de liquidez.

3 A PROVISÃO DE LIQUIDEZ NO BRASIL A PARTIR DO NOVO SPB

Conforme comentado, o Brasil ficou um longo período sem realizar operações clássicas de redesconto. Considerando o período observado nesta pesquisa, que vai desde o lançamento do novo SPB até 2020/2021, embora houvesse previsão legal, os instrumentos previstos para empréstimos de última instância jamais foram efetivados no mercado bancário nacional.

Antes de abordar as possíveis razões para a não disponibilidade de uma efetiva assistência financeira de última instância durante o período observado e, também, os possíveis impactos que tal situação poderia gerar, se faz necessário contextualizar essa discussão a partir do lançamento do novo sistema de pagamentos brasileiro em 2002, pois neste momento ocorreu uma profunda mudança que impactou criticamente a gestão de liquidez bancária. Além disso, cabe apresentar os principais instrumentos de provisão de liquidez empregados no Brasil nas últimas décadas, não somente os voltados para enfrentamento de crises financeiras, mas também os empregados rotineiramente para a gestão de liquidez de curto prazo da economia.

3.1 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO

Um sistema de pagamentos deve contemplar essencialmente a redução dos riscos sistêmicos inerentes ao seu funcionamento tendo em vista que as transferências de recursos envolvidas estão sujeitas ao inadimplemento por parte de um ou mais integrantes do ciclo de pagamentos. Daí a relevância dos riscos de liquidação.

Nesse sentido, a ausência de um mecanismo de proteção pode potencialmente acarretar a perda de confiança e uma maior seletividade em relação à concessão de crédito por parte do sistema financeiro e, em especial, à disponibilidade do crédito interbancário. Tal processo – o risco sistêmico – se não gerido adequadamente tem a capacidade de desestabilizar o sistema financeiro como um todo (BRITO, 2002).

Com o intuito de reduzir a probabilidade de ocorrência de risco sistêmico no sistema financeiro, o Banco Central do Brasil promoveu em abril de 2002 a reestruturação do seu sistema de pagamentos de modo a convergir para o padrão adotado internacionalmente, ou seja, ser um sistema de liquidação pelo valor bruto em tempo real (LBTR). O antigo sistema possibilitava a ocorrência de saques a descoberto nas contas reservas bancárias ao longo do dia, ficando então o Banco Central na expectativa de que as operações com títulos públicos federais

(custodiados no SELIC⁷) – cuja liquidação acontecia somente após o encerramento do mercado interbancário às 23 horas – compensassem os saldos negativos. Caso contrário, o prejuízo diário potencial para os cofres públicos girava em torno de R\$ 6 bilhões a preços da época (BACEN, 2004).

No novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, diferentemente, não se permite mais a existência de saldo negativo na conta reservas bancárias em nenhum momento do dia. Neste novo ambiente, essa mudança por si só reduziu drasticamente os riscos dos participantes; mas, por outro lado, aumentou a necessidade de liquidez para a administração dos saldos das contas mantidas no Banco Central ao longo do dia. Dessa forma, se antes os bancos administravam seus saldos apenas para minimizar os custos de oportunidade gerados pelo excesso de reservas após o cumprimento do compulsório, no novo modelo surge outro motivo: a necessidade de liquidar seus pagamentos em tempo real em um ambiente LBTR.

3.2 INSTRUMENTOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ EMPREGADOS PELO BCB NAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Os principais instrumentos a disposição do Banco Central para realizar o gerenciamento da liquidez e a sinalização da política monetária são as operações de mercado aberto, os depósitos compulsórios e a assistência financeira de liquidez. A maneira como esses instrumentos são desenhados e operados destina-se não somente ao controle da taxa de juros de curto prazo, evitando assim a sua volatilidade excessiva, mas também como meio de injeção de liquidez no setor bancário em momentos de normalidade ou de crise (choques de liquidez).

Além desses instrumentos clássicos de política monetária, serão apresentados outros mecanismos alternativos que também impactam a liquidez do sistema financeiro, como as operações automáticas de crédito intradia/*overnight* oferecidos pelo BCB para atender as necessidades de curtíssimo prazo das instituições financeiras, o uso do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) como instrumento de socorro financeiro às instituições financeiras que necessitem de recursos e o emprego dos bancos públicos no resgate a bancos em dificuldades. Por último, também serão apresentadas as novas linhas financeiras de liquidez lançadas pelo BCB durante a pandemia (2020/2021) e que recolocaram na ordem do dia o seu papel de prestador de última instância.

⁷ Os títulos públicos federais são custodiados e liquidados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC).

3.2.1 Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto são o principal instrumento empregado pelo Banco Central para afetar a base monetária (BORIO, 1997). Por meio dessas operações, o Banco Central é capaz de conduzir e estabilizar a taxa de juros de curto prazo, transmitindo seus efeitos para o restante da economia através da estrutura de taxas de juros do sistema financeiro. Dessa forma, a autoridade monetária realiza a sintonia fina da política monetária ao administrar o controle diário da expansão da quantidade de moeda e do nível das taxas de juros (THORNTON, 2004).

Basicamente, essas operações consistem na compra e venda definitiva ou com compromisso de revenda (recompra) de títulos públicos federais, realizadas pelo Banco Central no mercado aberto com o objetivo de gerenciar a liquidez do sistema ou de sinalizar a trajetória da taxa de juros (TORRES, 1999).

As intervenções podem ocorrer por meio de duas maneiras, via operações compromissadas, mais focadas em ajustes de liquidez, ou por meio de operações definitivas, com o foco em mudar a tendência da economia.

Ao aumentar ou diminuir a oferta de títulos, o Banco Central afeta a quantidade de dinheiro na economia. Então, quando compra títulos a autoridade monetária está injetando dinheiro no mercado monetário e, em última instância, na economia do país. Quando vende títulos, acontece o contrário. Dessa forma, o BCB utiliza as operações de mercado aberto para manter a taxa de juros básica, ou seja, a Taxa Selic, próxima da meta estabelecida no Copom, injetando ou absorvendo liquidez no sistema bancário quando necessário.

É importante destacar que, por força da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o BCB está impedido de emitir títulos próprios de modo que este instrumento de política monetária é executado por meio da compra e venda de títulos públicos do Tesouro Nacional (TN) registrados no Selic. Uma das grandes vantagens das operações de mercado aberto é que através delas o Banco Central pode alterar rapidamente a base monetária com relativa precisão.

A operacionalidade desse instrumento de política monetária pode ser apresentada da seguinte forma. O setor bancário é responsável pela zeragem dos fluxos de caixa do setor real da economia, absorvendo as posições devedoras e credoras dos mais diversos agentes econômicos. Porém, a incorporação dessas posições acaba desequilibrando o próprio fluxo de caixa dos bancos. Para recompor o equilíbrio, existe o mercado interbancário onde se negociam

reservas bancárias, conforme as necessidades de fluxo de caixa de cada participante (TORRES, 1999).

No entanto, tal negociação pode ficar comprometida quando o mercado de reservas não é eficiente ou quando a movimentação autônoma do fluxo de caixa do Banco Central (isto é, variações nas reservas internacionais e na conta única do Tesouro Nacional por exemplo) acaba alterando a oferta de recursos necessária à zeragem dos bancos, o que ocorre com frequência. Com o intuito de acomodar a demanda dos bancos por reservas bancárias e manter estável a taxa de juros, a autoridade monetária gerencia diariamente a liquidez no mercado de reservas bancárias.

Um outro aspecto da política monetária é que o Banco Central também busca sinalizar ao mercado a trajetória da sua principal variável operacional que é a taxa básica de juros. Ao contrário da forma exposta na maioria dos manuais de macroeconomia onde existe uma única taxa de juros no mercado monetário, o mecanismo de transmissão da política monetária ocorre por meio de várias taxas de juros, cada qual com a sua especificidade e graus diferentes de resposta aos sinais transmitidos pelo Banco Central. Portanto, é importante avaliar como a sinalização da política, que se materializa inicialmente em um mercado restrito e de curto prazo, o de reservas bancárias, é transmitida ao longo da estrutura de taxas de juros da economia (HARDY, 1997).

A sinalização, para ser compreendida pelos agentes do mercado, deve ser transmitida de forma transparente. O Banco Central transmite seus sinais de política por meio de suas intervenções no mercado ou através da divulgação das metas para a variável operacional. A credibilidade do sinal emitido depende de sua consistência em relação ao conjunto da política macroeconômica e com as expectativas das instituições bancárias que são os que recebem o impacto direto da política monetária e quem transmite indiretamente os seus efeitos ao restante da economia. Fica implícito que o Banco Central age de forma discricionária na fixação de sua variável operacional, no entanto, tal discricionariedade não é absoluta.

Dessa forma, a execução da política monetária se baliza por essas duas funções: o gerenciamento de liquidez, em que a autoridade monetária tenta minimizar a volatilidade da taxa de juros no curto prazo, e a sinalização da taxa de juros, visando à transmissão de suas intenções de política ao longo de toda a cadeia de formação de taxas de juros da economia.

As operações de mercado aberto, enquanto instrumento de execução da política monetária, tem como objeto a manipulação da oferta de reservas bancárias, modificando-as conforme a sinalização de taxa de juros estabelecida. Cabe ressaltar que este é o instrumento por excelência adotado pela maioria dos bancos centrais no que diz respeito à gerência de

liquidez. A possibilidade de realizar eficientemente, tanto a estabilização da taxa de juros, quanto a sua sinalização ao longo da cadeia, torna esse instrumento superior aos demais.

Em grande medida, essa preferência se dá pela possibilidade de execução da política por meio de operações compromissadas (*repurchase agreements*) que possibilitam o ajuste da liquidez sem provocar repercussões no preço dos ativos utilizados como garantias, como no caso dos títulos públicos federais (BORIO, 1997).

Em termos práticos, as operações de mercado aberto são executadas de forma competitiva através de leilões de títulos ou de dinheiro. Nesses eventos, a sinalização da política é transmitida por meio da divulgação da taxa de juros estabelecida no final do leilão uma vez consumada a negociação dos títulos ou das reservas bancárias entre o Banco Central e o mercado. Nesse procedimento operacional, a taxa de juros é estabelecida de forma consensual dado que atende aos interesses momentâneos dos bancos e dos objetivos de política monetária do Banco Central. Embora se possa falar que essa negociação resulta em um consenso entre o mercado e o BCB, na prática este último atua como líder e o mercado endossa ou rejeita o nível de taxa pretendido pela autoridade monetária.

Em termos agregados, a taxa de juros flutua ao longo do dia como resultado das transações envolvendo reservas no mercado interbancário. Quando há excesso de liquidez no mercado, a tendência é que a taxa de juros caia, enquanto se houver escassez, a taxa de juros tende a subir. Essa flutuação não ocorre de forma errática, pois tende a se acomodar em nível compatível com a liquidez do mercado, estando o Banco Central sempre alerta, monitorando continuamente os seus movimentos.

No plano operacional, não há diferenças relevantes entre as características das operações de mercado aberto executadas aqui no Brasil e em relação aos principais centros financeiros mundiais. Contudo, quanto à frequência das intervenções do Banco Central, há casos de países – como o Brasil – que realizam operações diariamente (*overnight*) e outros que as realizam com um espaçamento de uma ou duas semanas, a depender da estrutura e do desenvolvimento do mercado financeiro local. Aliás, de acordo com o BIS (1997), a partir dos anos 1990, começou a se consolidar uma tendência a um maior ativismo na gerência de liquidez entre os bancos centrais dos países desenvolvidos com a finalidade de se evitar a volatilidade da taxa de juros de curto prazo, sendo as operações de mercado aberto o principal instrumento escolhido para a consecução deste objetivo.

Na execução da gerência de liquidez, além das operações de mercado aberto, o Banco Central do Brasil também executa as operações de assistência de liquidez (redesconto) que será vista em detalhes mais adiante.

3.2.2 Depósitos compulsórios

Os recolhimentos compulsórios são depósitos obrigatórios que os bancos devem manter no Banco Central e são cumpridos por meio de valores mínimos mantidos em suas respectivas reservas bancárias, no caso dos recolhimentos em espécie, ou em títulos elegíveis pelo Banco Central. Em geral, tais valores mínimos são calculados sobre o montante das captações de depósitos registradas no passivo dos bancos.

O procedimento operacional para cumprimento dos depósitos compulsórios gera uma gerência de liquidez ineficiente para os bancos, pois os obrigam a manter um volume expressivo de recursos na conta reservas bancárias, para agir como amortecedor de liquidez para fazer frente a reduções não previstas no saldo da sua conta reservas bancárias.

No que diz respeito à política monetária, a operacionalização do compulsório dificulta o gerenciamento da liquidez pelo BCB, pois torna a demanda por reservas bancárias mais inelástica em relação à taxa de juros (SALES e TANNURI-PIANTO, 2005). O uso dos recolhimentos compulsórios não impacta diretamente a liquidez do sistema financeiro por conta dos prazos estabelecidos para que as instituições financeiras cumpram o exigível. No entanto, o compulsório consegue limitar a criação de moeda e a expansão do crédito na economia, o que o torna um instrumento eficaz de controle da inflação e de ajustes na liquidez do sistema bancário.

O método de recolhimento pela média das posições diárias demanda do Banco Central um menor ativismo no gerenciamento de liquidez, conforme apontado por Clinton (1997), Borio (1997a) e Feinman (1993). Esse método facilita a estabilização da taxa de juros no mercado de reservas bancárias, particularmente quando o Banco Central ofertar um volume equivocado de reservas bancárias por conta de falhas na previsão das necessidades de liquidez do sistema.

Cada país, a depender da estrutura do seu sistema financeiro, da evolução do seu sistema de pagamentos e de seus objetivos de política econômica, possui diferentes motivações ou justificativas para a adoção desse instrumento de política monetária. Conforme Feinman (1993), Hardy (1993), Sellon e Weiner (1996) e Stevens (1991), os motivos mais importantes são assegurar liquidez aos bancos; efetuar o controle monetário; promover rendimentos ao banco central (senhoriagem); controlar o crédito e estabilizar a demanda por reservas bancárias.

Por conta do escopo do presente trabalho, cabe um breve comentário apenas sobre as funções assegurar liquidez aos bancos e estabilizar a demanda por reservas bancárias.

Ao propiciar liquidez ao sistema bancário, os depósitos compulsórios promovem a estabilidade do sistema financeiro, considerando a menor probabilidade de ocorrências de choques de liquidez provocados por pânico financeiro que potencialmente possam levar os agentes a converterem em espécie um grande volume de depósitos bancários. Nesse caso, o compulsório atua como um “colchão de liquidez”, ou seja, reservas emergenciais que, a critério do Banco Central, podem ser utilizadas pelos bancos em períodos de crise financeira.

Cabe ressaltar que a existência de instrumentos que cumpram o papel de emprestador de última instância pelo Banco Central reduziu a importância dessa justificativa. Segundo Borio (1997a), poucos países adotam o compulsório como instrumento principal no provimento de liquidez, como era o caso da Holanda até sua adesão ao Euro. Na maioria dos países, essa função é vista como secundária tendo em vista a tendência mundial de se utilizar preponderantemente as operações compromissadas (operações de mercado aberto) para o atendimento das necessidades de liquidez do sistema.

Por outro lado, o emprego dos recolhimentos compulsórios como meio de se assegurar a liquidez gera o benefício de amortecer as oscilações de curto prazo na taxa de juros do mercado de reservas bancárias. Quando um banco necessita de financiamento porque o seu fluxo de caixa está deficitário, ele pressiona para cima a taxa de juros. Contudo, se a liquidez é assegurada por meio do recolhimento compulsório essa pressão é neutralizada.

Conforme apontado na subseção 3.2.1, a taxa de juros de curto prazo é determinada pelas condições de liquidez no mercado de reservas bancárias. Como o Banco Central executa a política monetária tendo a taxa de juros como meta operacional, além do controle sobre a oferta de reservas bancárias, também é conveniente ter em mãos mecanismos que promovam a estabilidade da própria demanda. Do contrário, ou seja, quanto a demanda por reservas bancárias flutua de forma errática, o gerenciamento de liquidez torna-se mais difícil, considerando que as dificuldades relacionadas à previsão da liquidez aumentam. De fato, a principal fonte de erros na previsão de liquidez no mercado de reservas bancárias por parte do Banco Central é a maior volatilidade da taxa básica de juros. E para evitar essa situação, justifica-se o emprego do recolhimento compulsório como instrumento de estabilização da demanda por reservas bancárias. Atualmente esta tem sido a justificativa mais frequente para o emprego desse instrumento de política monetária. Contudo, na prática, ao longo das últimas décadas, os bancos centrais dos países desenvolvidos vêm reduzindo o uso do recolhimento compulsório na execução da política monetária.

No Brasil, diferentemente, o uso intensivo desse instrumento pelo Banco Central exprime sua importância enquanto instrumento de política monetária. No sistema financeiro nacional, esse instrumento incide exclusivamente sobre instituições financeiras bancárias. O recolhimento compulsório sobre recursos à vista é cumprido em espécie e sem remuneração pelo Banco Central e há penalidades no caso do não cumprimento dessa obrigação.

Durante o período de movimentação, o cumprimento do compulsório é realizado pela média das posições diárias, sendo necessário a manutenção de depósito mínimo diário de 60% do exigível. O gerenciamento do fluxo de caixa da instituição financeira fica facilitado com a possibilidade de saque diário de 40% do exigível.

Por oportuno, quando da elaboração da arquitetura do novo SPB em 2002, o Banco Central optou por permitir a livre movimentação intradia, ou seja, ao longo do dia, dos recursos relativos aos recolhimentos compulsórios, dado que o cumprimento do compulsório só é aferido no final do dia, no encerramento da sessão.

Dessa forma, a autoridade monetária buscou disponibilizar fontes extra de liquidez intradia ao recém-implantado sistema de pagamentos com liquidação bruta em tempo real (LBTR), que tem como uma de suas principais características, ser altamente intensivo em liquidez. Assim, a restrição de liquidez é amenizada ao se permitir que todas as formas de compulsórios possam ser livremente movimentadas ao longo do dia para aumentar a oferta de liquidez intradia, inclusive tal medida alcançando também as modalidades que podem ser cumpridas em títulos públicos federais.

Outra característica importante do recolhimento compulsório no Brasil é que, quanto à sobreposição entre o período de cálculo e o período de movimentação, ele pode ser classificado como defasado, ou seja, o período de movimentação se inicia somente após o término do período de cálculo, podendo inclusive haver algum intervalo de dias entre os dois. O que demonstra que a condução da política monetária é voltada para o controle da taxa de juros de curto prazo, tendo em conta que a defasagem entre os dois períodos facilita a previsão da demanda por reservas bancárias e, conseqüentemente, o gerenciamento de liquidez por parte do Banco Central.

Altos níveis de recolhimentos compulsórios tem o efeito de aumentar os *spreads* bancários o que impacta a oferta de crédito do sistema financeiro. Durante o Plano Real, esse instrumento foi usado de forma deliberada e recorrente para a contenção do crédito e, conseqüentemente, da demanda agregada.

Até recentemente, o recolhimento compulsório foi fundamental no Brasil para a estabilização da demanda por reservas bancárias. Mesmo que o BCB consiga neutralizar os

fatores autônomos de expansão de reservas (eg. variações nas reservas internacionais e na conta do Tesouro Nacional), ainda restaria a questão da estabilidade da demanda para um gerenciamento eficiente da liquidez do sistema. Na falta de outro instrumento ou da implementação de medidas que garantam alguma estabilidade à demanda de reservas bancárias, o compulsório tem sido empregado recorrentemente para atenuar as flutuações diárias da taxa de juros de curto prazo.

3.2.3 Assistência financeira de liquidez

Assistência financeira de liquidez contempla todas as operações de financiamentos do Banco Central a instituições financeiras por meio de crédito em reservas bancárias e abrange, inclusive, as operações de redesconto. Nessas operações de empréstimo de reservas, o Banco Central se relaciona diretamente com a instituição financeira que necessita de liquidez através de uma taxa de juros fixa ou por meio de uma taxa pós-fixada, composta de acréscimos de pontos percentuais sobre a taxa básica de juros do mercado de reservas. O que contrasta com o padrão de relacionamento típico das operações de mercado aberto onde o Banco Central realiza operações com o mercado, como um todo, de forma competitiva.

Dessa forma, uma das características das operações de assistência de liquidez é que elas são determinadas pela demanda. Cabe aos bancos a iniciativa do processo, conforme suas necessidades e no momento desejado, desde que obedecidas algumas condições. Em algumas configurações, as instituições financeiras demandantes de reservas bancárias estão sujeitas a limites quantitativos estabelecidos pelo Banco Central. Mesmo assim, dentro do limite fixado, o banco possui liberdade para definir o volume de recursos a ser contratado. Além disso, o Banco Central pode majorar a taxa de juros dos empréstimos à medida que aumente a frequência de utilização por parte de determinada instituição financeira (TORRES, 1999).

De um modo geral, a assistência de liquidez pode assumir as seguintes formas: empréstimos com garantias ou redesconto. No primeiro caso, o Banco Central concede crédito contragarantias até o limite disponibilizado a favor do tomador de recursos a partir de critérios previamente definidos pela própria autoridade monetária. No segundo caso, o Banco Central redesconta títulos elegíveis por ele mesmo, a uma taxa de juros previamente definida. A primeira forma é a mais frequente entre os diversos bancos centrais. Importante destacar que a escolha dos títulos elegíveis como garantia às operações de assistência de liquidez serve para criar demanda para esses papéis e desenvolver os seus respectivos mercados secundários. Os

títulos mais comumente aceitos pelos bancos centrais são aqueles representativos da dívida pública. Contudo, papéis privados, tais como letras de câmbio e notas promissórias comerciais também são aceitos por alguns bancos centrais.

Também existe a opção de oferecer aos participantes do mercado bancário mais de uma linha de crédito na assistência de liquidez de tal forma que suas respectivas taxas de juros formem um “corredor”. A taxa de juros da linha de crédito mais alta constitui o teto e a mais baixa, o piso dessa banda na qual, dentro desse intervalo, evolui a taxa de juros do mercado de reservas bancárias. Em geral, a taxa de juros da linha de crédito que estabelece o piso da banda é subsidiada e o tamanho da vantagem financeira para o tomador é medido pela diferença entre essa taxa e a taxa definida no mercado interbancário (BORIO, 1997).

Em todo o caso, de acordo com sua discricionariedade, o Banco Central pode limitar o acesso à assistência financeira de liquidez se assim achar conveniente. Tal critério fica evidente quando a operação de assistência de liquidez é considerada a última instância à disposição dos bancos. Nesse caso, a instituição financeira tomadora de recursos, antes de recorrer ao crédito do Banco Central, deve esgotar todas as possibilidades a seu alcance para obter os recursos necessários diretamente com os seus parceiros de mercado. Trata-se de uma forma de racionamento de crédito não baseada em preço, onde o Banco Central avalia a capacidade financeira do tomador a partir da análise de sua situação financeira e do seu comportamento no mercado através do monitoramento contínuo de suas operações. O objetivo é evitar que o crédito obtido via assistência financeira de liquidez seja aplicado em operações de arbitragem de taxas ou que tais créditos sejam direcionados a bancos insolventes (TORRES, 1999).

O que contrasta com a assistência financeira de liquidez destinada a atender meros descasamentos de fluxo de caixa de curto prazo, inerentes às operações de intermediação financeiras realizadas pelos bancos e que podem ser decorrentes de erros de previsão ou de problemas de desequilíbrios momentâneos, provocando excesso ou falta de liquidez. Nesses casos, os empréstimos podem ser concedidos pelo Banco Central de forma automática desde que cumpridas algumas condições tais como a apresentação de garantias.

No caso brasileiro, o BCB ficou um longo período – pelo menos desde meados dos anos 1990 – sem conceder liquidez às instituições financeiras através de operações diretas de empréstimos, só voltando a realizar este tipo de operação em abril de 2020 quando foi criada uma linha de empréstimo de caráter transitório para enfrentar os impactos econômicos da pandemia de Covid-19. Durante esse período, o papel de prestador de última instância do BCB pode ter ficado bastante comprometido, considerando a não efetividade de seu principal

instrumento de socorro financeiro às instituições financeiras que apresentassem problemas de descasamento de fluxos de caixa e que, porventura, não pudessem obter liquidez diretamente com os seus pares de mercado.

Dessa forma, embora fundamental, a provisão de liquidez ao Sistema Financeiro Nacional pelo Banco Central foi executada de forma limitada, seja por opção, pela existência de processos operacionais inadequados ou ainda devido a fatores circunstanciais.

Apesar de previsto no arcabouço regulatório do Banco Central, o redesconto com prazo superior a um dia de títulos para atender descasamento de fluxo de caixa de curto prazo, com ou sem desequilíbrio estrutural, jamais teve sua utilização efetivada de fato.

Diante da inexistência de linhas de assistência financeira até 2020, coube ao depósito compulsório a função de prover os recursos necessários às instituições financeiras deficitárias em momentos de contração da liquidez, porém de forma ineficiente por ser concentrado em poucas instituições, basicamente os grandes bancos de varejo.

Essa limitação estrutural no fornecimento de liquidez provocou alguns efeitos colaterais no sistema financeiro, como a convivência com altas alíquotas de depósitos compulsórios por longos períodos. A flexibilização dessas alíquotas foi o principal instrumento de fornecimento de liquidez para o SFN durante este período em momentos de crise.

3.2.4 Crédito intradia/overnight (via operações compromissadas)

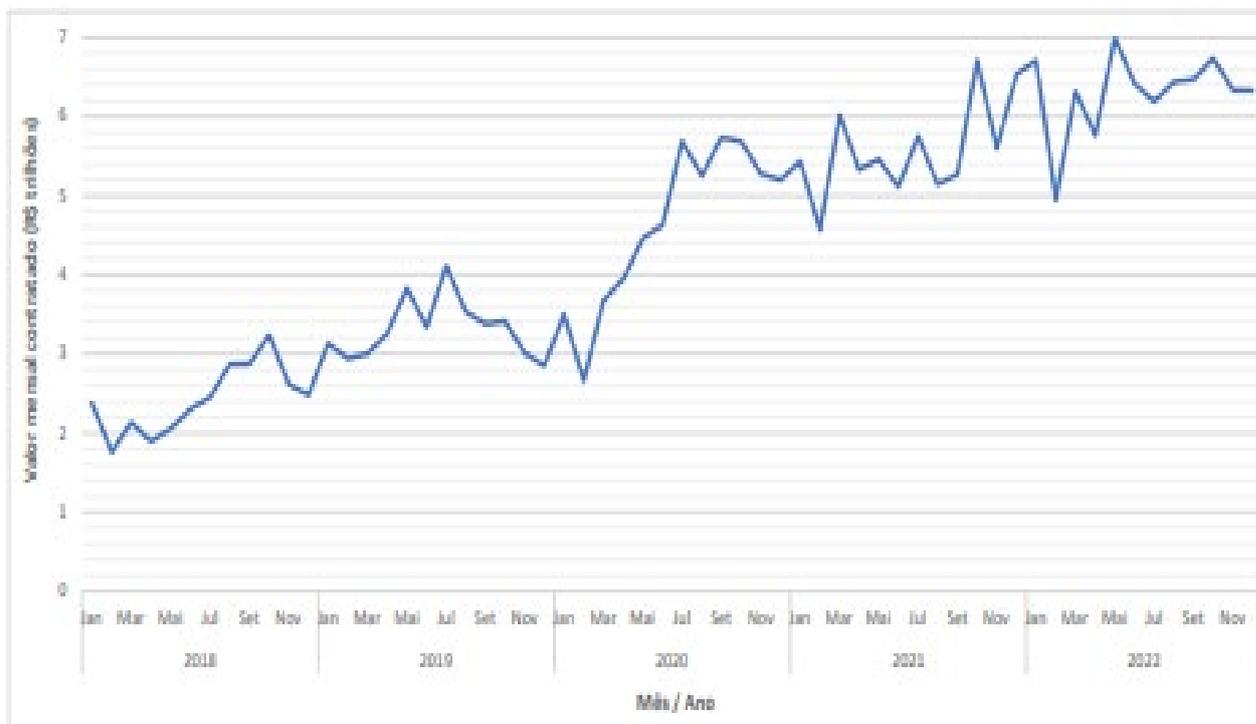
Desde o lançamento do novo SPB, o BCB fornece liquidez intradia para atender às necessidades dos participantes que possuam acesso direto ao Sistema de Transferência de Reservas (STR) e ao Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI)⁸ em decorrência de descasamento entre seus pagamentos e recebimentos ao longo do dia (fluxo de caixa intradia).

Esse fornecimento de liquidez é realizado por meio das assim chamadas operações de redesconto intradia, em que a instituição financeira vende títulos públicos federais para o Banco Central com o compromisso de recomprá-los no mesmo dia (operação compromissada).

⁸ O Sistema de Transferência de Reservas (STR) é peça central do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), onde ocorre a liquidação final de todas as obrigações financeiras no Brasil. O STR é um sistema que adota a modalidade de liquidação bruta em tempo real, ou seja, não há possibilidade de lançamentos a descoberto nas contas das instituições financeiras mantidas no BCB (não se admite saldo negativo). Por sua vez, o Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) é a infraestrutura centralizada e única para liquidação de pagamentos instantâneos (Pix) entre instituições distintas no Brasil que teve início em novembro de 2020.

Conforme demonstra o Gráfico 1 desde o seu lançamento, esse instrumento tem sido cada vez mais utilizado.

Gráfico 1 – Volume de Redesconto Intradia (R\$ trilhões)



Fonte: BCB Relatório Anual do STR – 2022

As operações de crédito intradia são realizadas a custo zero e com a aplicação de deságio calculado pelo Banco Central sobre o preço de mercado desses títulos.

O Banco Central permite ainda a contratação de operações de um dia útil (*overnight*), bem como a conversão de operações de redesconto intradia em operações de um dia útil, para atendimento das necessidades de liquidez decorrentes de descasamento de curtíssimo prazo no fluxo de caixa da instituição. Desse modo, qualquer instituição que se veja impossibilitada de cumprir o compromisso de recompra do título redescontado mediante operação intradia, tem a faculdade de transformá-la em outra operação de redesconto de um dia útil.

No entanto, a operação de um dia útil está sujeita a custo financeiro equivalente à Taxa Selic acrescida de 0,35% a.a., conforme Resolução BCB nº 175 de 15/12/2021, que também estabeleceu o acréscimo equivalente a 90% da Taxa Selic para as operações de redesconto realizados no âmbito do Sistema de Pagamentos Instantâneo (SPI).

Ressalta-se que a principal fonte de recursos intradia dos participantes do SPB tem sido as operações de redesconto intradia, à frente da movimentação intradia dos recolhimentos compulsórios.

3.2.5 Fundo Garantidor de Crédito

No Brasil, o Fundo Garantidor de Créditos (FGC) foi criado em 1995 no auge da crise bancária que se seguiu à implantação do Plano Real, na esteira de reformas que visavam à formação de uma rede de segurança (*safety net*) do sistema financeiro, destinada a reduzir a probabilidade que um choque se propagasse pelo sistema⁹.

De acordo com a sua constituição, o FGC é uma associação sem fins lucrativos de direito privado, cujos recursos são captados através de contribuições compulsórias dos participantes do mercado para a constituição de um fundo destinado a garantir os depósitos do público em caso de quebra de bancos. Tal constituição contrasta com a maioria dos seguradores de depósitos mundo afora em que o sistema é administrado por entidades públicas.

Dentro do contexto brasileiro, porém, o FGC acabou por assumir nos últimos tempos um papel relevante na gestão de crises bancárias, desempenhando funções que extrapolam sua função original de caixa para ressarcimento de depósitos (*paybox*), passando a incorporar também uma função análoga a de um banco central na busca por soluções, no caso, “de mercado”, para o socorro ou resolução de instituições financeiras ilíquidas ou insolventes.

Restrições legais impostas ao BCB por conta da publicação da LRF e o ambiente político pouco favorável ao uso de recursos públicos para o socorro de bancos, que serão abordados nos próximos capítulos, explicam o compartilhamento do papel de prestador de última instância entre o BCB e o FGC.

De fato, entre 2007 e 2008 durante a crise financeira global, o FGC teve papel importante no resgate de bancos, provendo liquidez a instituições financeiras de pequeno porte. No auge da crise, o CMN publicou novas resoluções que aumentaram a capacidade do FGC de adquirir carteiras de crédito e que introduziram a possibilidade de aquisição de certificados bancários de modo a mitigar os problemas de liquidez que as instituições financeiras participantes do fundo estavam enfrentando.

Também foi criado o Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE) que vem a ser um tipo de investimento criado para facilitar a captação de recursos por bancos e instituições

⁹ Para este estudo, a rede de proteção ou de segurança tem o mesmo sentido dado por Litan (1997), abrangendo apenas os mecanismos de administração de crises bancárias: os empréstimos de última instância, o seguro de depósitos e os regimes de resolução.

financeiras de pequeno e médio porte, contando com a garantia do FGC, naquela época no valor de R\$ 20 milhões, por depositante em cada banco.

O fundo garantidor de depósitos brasileiro também exerceu outras funções menos tradicionais de instituições de seu gênero, além da assistência financeira emergencial, como a intermediação das negociações entre instituições financeiras por meio da prestação de garantias e adiantamento de recursos (Banco Panamericano, Morada/2011, Prosper/2012, Schahin, BVA e Matone) e a gestão do patrimônio de bancos na qualidade de administrador do regime especial, como no caso do Banco Cruzeiro do Sul.

Durante o enfrentamento da crise do coronavírus de 2020, o CMN recorreu novamente aos depósitos a prazo com garantia especial (DPGE), relançando-o e estendendo a cobertura do FGC para 40 milhões¹⁰, com o intuito de estimular a aplicação de investidores institucionais e aumentar o volume das captações, tornando-se um instrumento importante para facilitar o financiamento de instituições financeiras de menor porte.

Em que pese o relevante apoio prestado pelo FGC em tempos de crise financeira, há vários autores que questionam a fragilidade do arcabouço institucional que norteia essas operações. Duran (2012) critica a “informalidade” da relação entre a instituição administradora do seguro de depósitos e a autoridade financeira, sob o argumento de que há um prejuízo em termos de responsabilidade e prestação de contas (*accountability*) (2012, p. 234). A autora, na linha do entendimento de Pinto (2011), entende que o “resgate” de instituições privadas pelo FGC também aumentaria o *moral hazard* do sistema, uma vez que este não pode decretar medidas como a indisponibilidade de bens (Duran, 2012, p. 234).

Outro ponto crucial é que os bancos centrais podem emprestar ilimitadamente pois têm o poder legal de emitir a sua própria moeda, conseguindo desse modo expandir seus balanços sem restrições institucionais. O FGC, por sua vez, se depara com problemas de eficiência enquanto provedor de liquidez, pois se trata de um fundo e não de uma instituição financeira, não podendo emitir moeda escritural, mas apenas transfere recursos de sua conta para bancos em dificuldades financeiras.

Em suma, a delegação de competência do BCB para o FGC no que diz respeito à provisão emergencial de liquidez têm efeitos positivos e negativos. Pelo lado positivo, as autoridades brasileiras conseguiram contornar as limitações legais e políticas impostas ao BCB

¹⁰ A Resolução nº 4.805 de 23.04.2020 do Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou o Fundo Garantidor de Crédito (FGC) a elevar o valor máximo do Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE). Com a mudança, o valor máximo garantido do total de créditos de cada pessoa contra a mesma instituição financeira associada ao FGC, ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro, sobe de R\$ 20 milhões para R\$ 40 milhões.

e responder rapidamente às dificuldades financeiras da crise de 2008, acionando recursos privados de um fundo. Pelo lado negativo, esse arcabouço jurídico fragmentado é pouco transparente e sua efetividade pode ficar comprometida caso haja crises futuras de liquidez e solvência mais severas. Além disso, como já comentado, a capacidade financeira do FGC fica limitada por não ter acesso ao BCB como último recurso. Um problema importante de ordem organizacional é que não há separação dos recursos dos fundos, sendo usada uma mesma conta para os recursos do seguro depósito e para a assistência financeira às instituições financeiras. Por último, não há regras de prestação de contas e responsabilização.

3.2.6 Emprego dos bancos públicos

Os graves efeitos da crise financeira mundial de 2008 foram combatidos mundo afora por meio de um vasto arsenal de medidas contracíclicas que abrangiam inclusive políticas pouco convencionais.

Na ocasião, o aumento da aversão ao risco em todo o sistema financeiro internacional levou ao travamento do mercado interbancário nacional com os investidores institucionais – os principais compradores de títulos de bancos privados – se desfazendo de dívida privada para aumentar a aplicação em ativos considerados seguros, ou seja, títulos da dívida pública. Consequentemente, os bancos pequenos e médios brasileiros ficaram sem acesso às suas principais fontes de captação (MOURA, 2012).

Em resposta ao empocamento de liquidez e a redução da oferta de financiamento pelos bancos privados, o governo brasileiro recorreu então, entre outras ações, aos bancos públicos visando à sustentação dos mercados de crédito e da própria atividade econômica. Assim, Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF) e BNDES liberaram linhas de crédito ao mercado e, através da Medida Provisória nº443, de 21.10.2008, convertida posteriormente na Lei nº 11.908, de 03.03.2009, CEF e o BB foram autorizados a adquirir participações societárias em instituições financeiras públicas ou privadas (de pequeno porte) sediadas no Brasil¹¹.

Coube ao Banco do Brasil intensificar a aquisição de carteiras de crédito de pequenos bancos que, por causa da crise, estavam tendo dificuldades de captação de recursos. Essas operações foram estimuladas pelas medidas do BCB que permitiram que os recursos aplicados fossem abatidos dos depósitos compulsórios.

¹¹ A autorização legal para a aquisição de participações de instituições financeiras pelos bancos públicos possibilitou ao BB e à Caixa adquirirem participações nos bancos Votorantim e Panamericano, respectivamente.

A expansão da atuação dos bancos públicos, especialmente na crise de 2008, adicionou um instrumento “não convencional” à administração de crises bancárias no Brasil, além das tradicionais funções de prestamista de última instância, seguro de depósitos e regimes de resolução (MOURA, 2012).

Há muita controvérsia no emprego de bancos públicos em operações de socorro financeiro a instituições financeiras ou para estimular a atividade econômica. Contudo, autores como Torres Filho (2007) sustentam que é possível que haja uma atuação complementar entre instituições financeiras públicas e privadas, principalmente em casos de financiamentos de projetos de investimento que possuem retornos e prazos de maturidade pouco atraentes para os padrões do setor privado.

De fato, no passado, em um contexto de alta inflação, os bancos públicos supriram uma importante lacuna do sistema financeiro devido à escassez de crédito privado para financiamentos de longo prazo direcionados para setores estratégicos ou críticos para o desenvolvimento nacional. Cabe ressaltar, que diferentemente da estratégia utilizada nas experiências passadas, na crise do coronavírus o governo brasileiro recorreu a medidas de suporte ao crédito sem a participação direta dos bancos públicos, permitindo que o mercado alocasse a injeção de liquidez de acordo com os seus próprios critérios (MARTINS, TORRES FILHO E MACAHYBA, 2020).

3.2.7 Desenvolvimentos recentes – As Novas Linhas Financeiras de Liquidez

O provimento de liquidez representa uma função clássica de banco central enquanto prestador de última instância. Tal responsabilidade tem como objetivo a manutenção da liquidez de instituições solventes, assegurando a fluidez dos pagamentos e o funcionamento normal dos mercados de crédito do sistema financeiro nacional.

Isto posto, os bancos centrais precisam estar preparados para fornecer liquidez de forma efetiva e tempestiva em momentos de escassez de reservas bancárias que afetem isolada ou coletivamente as instituições financeiras. Para tanto, é necessário a existência de um arcabouço regulatório que estabeleça mecanismos adequados e confiáveis e que defina as diretrizes operacionais e os riscos envolvidos de forma transparente.

No entanto, devido a processos inadequados e a outros motivos que serão abordados nas próximas seções, a concessão de liquidez de última instância às instituições financeiras foi executada de forma limitada ou pouco efetiva pelo Banco Central do Brasil. Na verdade,

embora houvesse previsão regulamentar, não foram realizadas operações de redesconto (a assistência financeira de liquidez) nos últimos 25 anos, mesmo levando em conta que nesse período houve momentos de contração de liquidez significativa em certos segmentos do mercado.

A partir de 2020, em resposta aos efeitos econômicos decorrentes da epidemia de Covid-19, foi criada emergencialmente uma linha de assistência financeira de modo que o BCB voltou efetivamente a assumir o papel de prestador de última instância. Para tanto, foi fundamental os estudos que vinham sendo desenvolvidos no BCB com o intuito de se retomar a oferta de linhas financeiras de liquidez em momentos de crise financeira. As Linhas Temporárias Especiais de Liquidez – LTELs injetaram ao longo de 2020 mais de 100 bilhões de reais para dezenas de instituições financeiras e foram fundamentais para a normalização dos mercados de crédito.

Em 2021, aproveitando a experiência proporcionada durante a crise sanitária, agora de forma definitiva, um novo modelo de assistência financeira de liquidez foi incorporado aos mecanismos disponíveis de modo que o BCB pudesse retomar a sua função de prestador de última instância de forma plena.

Basicamente, as novas linhas de assistência financeira de liquidez representam limites de crédito colocados à disposição de uma instituição financeira que se habilitou previamente a partir de depósitos de ativos em garantia em um depositário central (uma câmara de ativos) a favor do Banco Central por meio de cessão fiduciária. Na prática, tais ativos passam a compor uma cesta de garantias baseados em regras de elegibilidade e preços de aceitação previamente definidos pelo Banco Central. Dessa forma, o BCB estabelece um limite de crédito para a instituição financeira, podendo esta contratar vários empréstimos, de acordo com sua necessidade, a prazos e taxas de juros determinados.

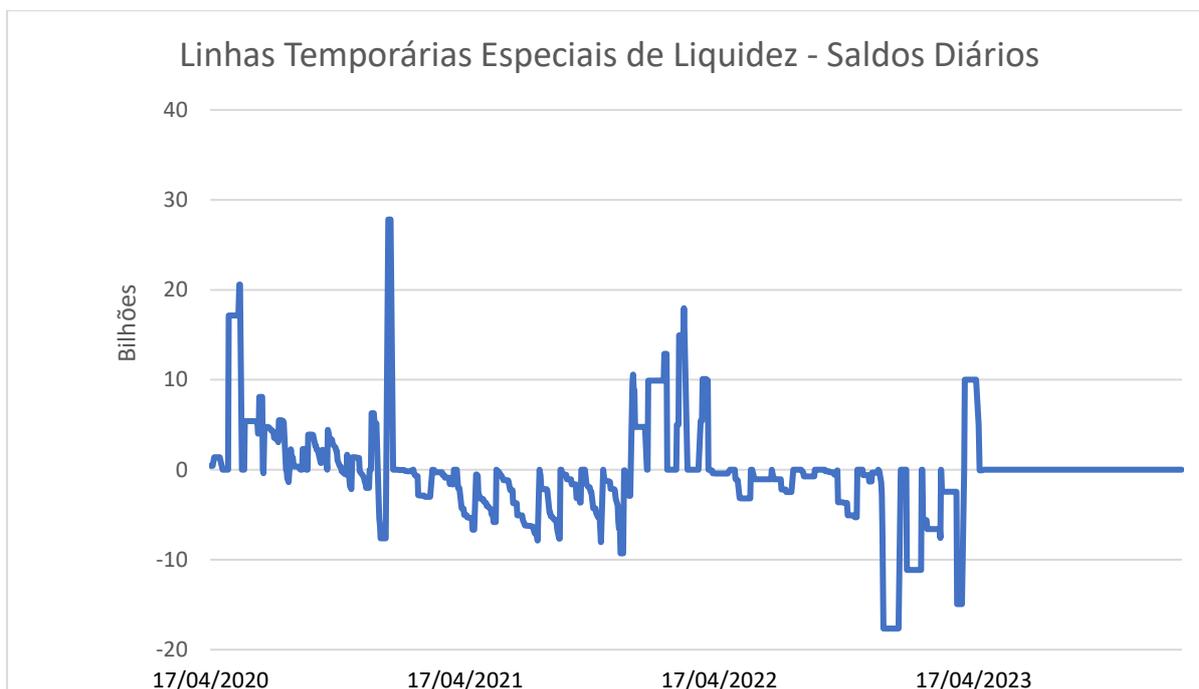
A partir desse novo modelo jurídico-operacional, baseado em empréstimos contra uma cesta de garantias, foram criadas duas linhas de crédito: a primeira, a Linha de Liquidez Imediata (LLI), de caráter regular e de acesso automático, destinada ao atendimento de descasamentos de fluxos de caixa de curto prazo, abrangendo operações de até 45 dias úteis; e a outra, a Linha de Liquidez a Termo (LLT), de caráter discricionário, voltada para necessidades de liquidez decorrentes de descasamentos entre operações ativas e passivas de instituições financeiras, abrangendo operações pelo prazo de até 359 dias corridos.

Assim como no arcabouço regulatório anterior, que, contudo, jamais teve sua utilização efetivada de fato, o novo modelo possibilita a aceitação de uma gama diversificada de títulos privados de forma gradual, a começar por debêntures e notas comerciais.

Para o primeiro trimestre de 2024, está prevista a aceitação de ativos representativos de crédito bancário, tais como as CCBs (cédulas de crédito bancário) e, em etapas posteriores, o aceite de títulos públicos federais seriam também elegíveis às novas linhas financeiras de liquidez.

Com relação à efetividade das Linhas Financeiras de Liquidez enquanto instrumento de política monetária, é preciso considerar que o Sistema Financeiro Nacional tem se apresentado estruturalmente líquido, com baixa ocorrência de choques de liquidez. Com base nesse contexto, pode-se afirmar que elas tiveram um papel prudencial durante o período da pandemia quando se acumularam muitas incertezas geradas pelo impacto econômico das medidas de isolamento social e que, em última instância, se refletiram em problemas de solvência nas empresas e sobre a qualidade dos créditos do mercado financeiro. Naquele momento, tais linhas de crédito se destinaram à solução de problemas localizados e individuais de liquidez e tiveram um papel relevante na prevenção dos riscos de liquidez que potencialmente poderiam redundar em uma crise financeira de grandes proporções.

No entanto, passada a crise e com os mercados de crédito normalizados, após a quitação em julho de 2023 das últimas parcelas dos empréstimos concedidos durante a pandemia, não houve novas contratações e a carteira de Linhas Financeiras de Liquidez encontra-se zerada, conforme indica o Gráfico 2. Considerando que tal instrumento ainda não foi suficientemente testado, ainda não é possível fazer uma avaliação profunda da sua efetividade ou dos ajustes que, possivelmente, sejam necessários enquanto mecanismo de provisão emergencial de liquidez.

Gráfico 2 – Saldos diários das Linhas Temporárias Especiais de Liquidez

Nota: BCB. Elaboração do autor.

Um importante fator que limita a efetividade das linhas financeiras de liquidez em sua atual configuração é a restrição de ativos elegíveis que podem ser apresentados como colateral dessas operações, hoje limitado às debêntures e às notas comerciais. Tais ativos não apresentam muita relevância na composição dos ativos das instituições financeiras bancárias o que restringe o alcance dessas linhas de crédito. No entanto, esse quadro deve mudar com a aceitação das Cédulas de Crédito Bancário – CCB, cujo lastro são operações de crédito das instituições financeiras.

No quesito segurança jurídica, os créditos do Banco Central encontram-se protegidos na eventualidade da liquidação de uma instituição financeira que se encontre em dificuldades financeiras. É o que se depreende do Art. 1º-A e Parágrafo único da Lei nº 11.882, de 23.12.2008, que dispõe sobre as operações de redesconto do Banco Central do Brasil.

“Art. 1º-A. Os créditos do Banco Central do Brasil decorrentes de operações de redesconto ou de empréstimo não serão alcançados pela decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição financeira.” (Incluído pela Lei nº 12.058, de 2009).

Parágrafo único. Os ativos recebidos pelo Banco Central do Brasil em operações de redesconto ou em garantia de operações de empréstimo não integrarão a massa, nem terão

seu pagamento obstado pela suspensão da fluência do prazo das obrigações da instituição sob intervenção.” (Incluído pela Lei nº 12.058, de 2009)

É claro que essa base legal ainda não foi testada de modo que não existe uma certeza jurídica absoluta sobre como o poder judiciário vai interpretar essa preferência dos créditos do Banco Central uma vez que não há um caso concreto de uma instituição financeira que tenha sido liquidada com operações oriundas das Linhas de Liquidez Financeira em aberto.

Uma outra novidade que surgiu quando do enfrentamento da crise econômica provocada pela Covid-19 foi a concessão ao BCB de poderes temporários para a aquisição de títulos privados no mercado secundário. Com esse propósito, a PEC do “orçamento de guerra” (Proposta de Emenda à Constituição nº 10/20), que permitiu a separação dos gastos realizados para o combate à pandemia de Covid-19 do orçamento geral da União, autorizou o Banco Central a comprar ativos privados no mercado privado. O BCB, de fato, não chegou a adquirir tais títulos e, provavelmente, não houve necessidade do emprego dessa medida. Operacionalmente, também parece que o BCB não estaria apto a realizar tal operação principalmente por conta do baixo desenvolvimento dos mercados secundários relativos a vários papéis privados.

4. MOTIVOS PARA A INEXISTÊNCIA DE UMA LINHA EFETIVA DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ

A partir de meados da década de 1990, o Banco Central do Brasil ficou um longo período sem conceder liquidez às instituições financeiras através do redesconto clássico ou de operações diretas de empréstimos, ou seja, sem exercer efetivamente o seu papel de provedor de última instância do sistema financeiro. Somente em abril de 2020, o Banco Central voltou a realizar este tipo de operação quando foi criada uma linha de empréstimo de caráter transitório para enfrentar a crise econômica da pandemia de Covid-19 e que serviu de balão de ensaio para a implantação de sua versão definitiva no ano seguinte, em 2021.

Neste ínterim, os instrumentos de provisão de liquidez disponibilizados pelo Banco Central se limitaram à liberação dos depósitos compulsórios e às operações de mercado aberto com fins de gerenciamento de liquidez de modo a estabilizar a taxa de juros de curto prazo em torno da meta estabelecida. A partir da vigência do novo SPB (2002), o BCB também passou a realizar operações compromissadas intradia ou de um dia (*overnight*) destinadas a atender às necessidades de liquidez imediata das instituições financeiras, cujo acesso é automático e não depende de prévia autorização.

Apesar de previsto no arcabouço regulatório do Banco Central, o redesconto com prazo superior a um dia para atender descasamento de fluxo de caixa de curto prazo, com ou sem desequilíbrio estrutural, jamais teve sua utilização efetivada de fato. Diante da inexistência de linhas de assistência financeira efetivas até 2020, coube ao depósito compulsório, a função de prover os recursos necessários às instituições financeiras deficitárias em momentos de forte contração da liquidez, porém de forma ineficiente por ser concentrado em poucas instituições, ou seja, os bancos de varejo.

Essa limitação na provisão de liquidez gerou algumas ineficiências, como os altos níveis de compulsórios, cuja flexibilização dos saldos mantidos em reservas bancárias, foi o principal instrumento de fornecimento de liquidez para o SFN durante este período em momentos de crise.

Assim, diante da inexistência de linhas de assistência financeira do Banco Central (redesconto) de prazo superior a um dia, interessa saber como a demanda das instituições financeiras por liquidez de curto e médio prazos foi atendida até recentemente (2020/2021), sobretudo levando em conta as turbulências financeiras ou econômicas ocorridas neste período, em especial a crise financeira mundial de 2008.

Uma outra forma de apresentar essa questão é invertendo o seu sentido, ou seja, ao invés de tratar do lado da demanda, abordar as questões a partir da perspectiva da oferta de liquidez. Dessa forma, o que levou o Banco Central a não priorizar ou mesmo a renunciar à assistência financeira de última instância durante o período que abrange o lançamento do novo SPB (2002) até 2020 quando são reintroduzidas as linhas financeiras de liquidez.

Diversos aspectos, que muitas vezes atuaram simultaneamente, podem ser abordados para elucidar essa questão de modo que, dado o seu caráter não mutuamente excludente, tais fatores possivelmente reforçaram em conjunto a não existência de operações de última instância durante o período observado.

Assim, é possível que a atuação conjunta desses fatores tenha propiciado o enfrentamento das crises que eventualmente tenham surgido com a utilização de quantidades moderadas de recursos, provenientes de diversas fontes, que não a atuação direta da autoridade monetária como prestamista de última instância.

Apresentamos a seguir os principais fatores que podem ter impactado a liquidez no período observado e, conforme apontado, reduzido o papel do Banco Central enquanto prestador de última instância.

4.1 O CARÁTER NÃO-SISTÊMICO DAS CRISES FINANCEIRAS NO BRASIL A PARTIR DE 2002

As crises observadas no período se limitaram a certos segmentos do sistema financeiro nacional ou a determinados mercados¹². Os grandes bancos de varejo praticamente passaram incólumes pelas crises financeiras do período, cujos efeitos alcançaram tão somente algumas instituições de pequeno e médio porte, cujo nível de depósitos e volume de ativos não representavam uma fração importante do agregado do sistema financeiro nacional e, portanto, não poderiam ser enquadradas como sistemicamente importantes.

Contudo, durante a Crise Financeira Global de 2008, rumores sobre perdas envolvendo empresas e bancos que realizaram operações com derivativos de câmbio desencadearam um movimento de aversão ao risco e de preferência por liquidez entre as instituições financeiras. A elevada pressão de caixa em função das chamadas de margem na bolsa de derivativos pode ter

¹² Por exemplo, durante a Crise Financeira Global de 2008, algumas grandes empresas brasileiras exportadoras de commodities como Aracruz, Sadia e Votorantim passaram por dificuldades financeiras por conta de perdas com operações com derivativos.

afetado a saúde financeira de um dos grandes bancos privados de varejo, o Unibanco. Na época, circularam no mercado financeiro boatos que a fusão Itaú-Unibanco teria ocorrido em razão de prejuízos com operações com derivativos de câmbio.

Exceto por esse evento, não houve repercussões significativas sobre os grandes bancos brasileiros¹³. A indústria de fundos de investimento não tinha exposição a títulos externos de alguma forma relacionados ao mercado *subprime* americano. Tampouco houve questionamentos relacionados à fragilidade externa, com o risco-país permanecendo relativamente estável de modo que os efeitos da crise financeira mundial sobre a economia brasileira foram limitados.

De fato, dada a deterioração das expectativas provocada pela percepção da gravidade da crise internacional, mais a retração e o encarecimento do crédito doméstico e internacional, houve uma significativa crise de liquidez no setor bancário causada pelo “empoçamento de liquidez”, pois diante da impossibilidade de se avaliar corretamente o risco de crédito dos tomadores de recursos, os bancos e os investidores tendem a adotar uma postura conservadora, limitando a oferta de crédito, o que amplifica o problema inicial. Desse modo, embora houvesse liquidez suficiente no mercado bancário, ela não conseguia ser canalizada em direção às instituições financeiras deficitárias nesse momento de crise.

Importante que os eventuais problemas de liquidez não progrediram para uma crise de insolvência no setor bancário. Mas, de fato, o represamento da liquidez e a contração do crédito acabou afetando alguns bancos pequenos e médios, mas sem maiores consequências para os grandes bancos de varejo, mais líquidos e menos dependentes das receitas oriundas das operações de crédito. Na ocasião, a rápida intervenção do governo brasileiro no enfrentamento da crise de liquidez, evitou que esta se transformasse numa crise de solvência ou, ainda, numa crise sistêmica. (PAULA, 2012)

Já na crise financeira provocada pela pandemia de Covid-19, a forte fuga de capitais que se seguiu ao início da crise sanitária, foi acompanhada de uma acentuada desvalorização da moeda brasileira. Internamente, os investidores transferiram suas riquezas para as aplicações em ativos financeiros com maior liquidez. Houve substituição de ativos de crédito privado e dívida pública de maturação mais longa para aplicações em títulos públicos de curto prazo ou operações compromissadas. A ação conjunta desses fatores provocou uma forte depreciação do valor dos ativos financeiros e uma contração significativa da liquidez de mercado.

¹³ Bancos de pequeno e médio porte que estiveram sob regime especial de liquidação ou foram adquiridos por outras instituições entre 2007 e 2013: Panamericano, Morada, Cruzeiro do Sul, Prosper, Schahin, BVA, Matone e Rural (BORGES, 2014).

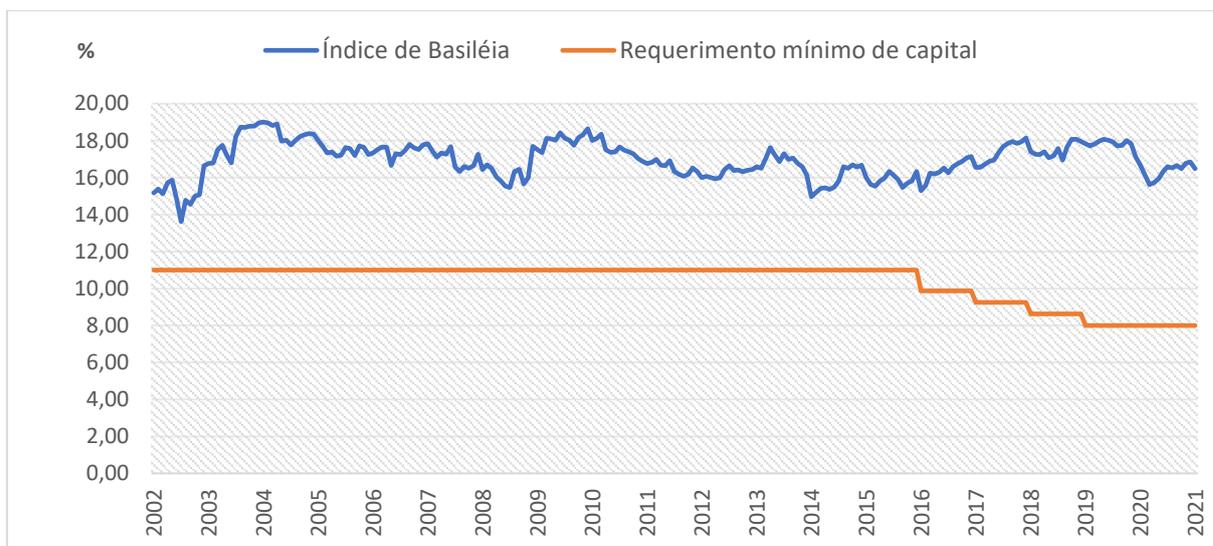
Apesar da relevância do choque de liquidez ocorrido, as medidas de expansão da liquidez anunciadas pelo Banco Central do Brasil contiveram a crise e evitaram que esta se transformasse em um processo grave de instabilidade financeira (MARTINS, TORRES FILHO e MACAHYBA, 2020).

Cabe ressaltar que foi exatamente neste momento que o BCB reintroduziu a assistência financeira de liquidez por meio das Linhas Temporárias Especiais de Liquidez – LTELs que ao longo do ano de 2020 tiveram um papel fundamental na normalização da liquidez e dos mercados de crédito nacionais.

Sem sombra de dúvida, contribuiu para a superação das crises do período, a solidez do sistema financeiro nacional que, em grande parte, foi o resultado das regras relativamente rígidas de regulação e supervisão bancária e também pela gestão eficiente executada pela autoridade monetária. Ressalta-se o papel do BCB em buscar a interação entre a estabilidade macroeconômica e a estabilidade financeira por meio de uma adequada regulação prudencial e supervisão do sistema bancário brasileiro. Alguns marcos evolutivos merecem destaque como a reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro que incorporou os *core principles* do CPSS (*Committee on Payment and Settlement Systems*) e virou referência mundial, bem como a capitalização robusta das instituições financeiras nacionais em comparação com o limite mínimo de capital estabelecido pelo Acordo da Basileia¹⁴. Aliás, embora o Brasil possua uma das regras de capital bancário mais severas entre as grandes economias do mundo, os bancos que operam no país têm mantido razão de capital acima do limite normativo, considerando a exigência mínima de capitalização de 8% dos ativos ponderados pelo risco, conforme demonstra o Gráfico 3.

¹⁴ Conceito internacional definido pelo Comitê de Basileia que consiste na divisão do PR pelo *Risk Weighted Asset* (RWA). No Brasil, até setembro de 2013, a relação mínima exigida era dada pelo fator “F”, de acordo com a Resolução CMN 3.490, de 29 de agosto de 2007, e com a Circular BC 3.360, de 12 de setembro de 2007. Devia-se observar o valor de 11% para IFs e para as demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC, exceto para as cooperativas de crédito singulares não filiadas a cooperativas centrais de crédito. A partir de outubro de 2013, a relação mínima exigida passou a ser dada pela Resolução CMN 4.193, de 1º de março de 2013, que define um calendário de convergência, o qual especifica a exigência de 11% do RWA de outubro de 2013 a dezembro de 2015; 9,875% em 2016; 9,25% em 2017; 8,625% em 2018; e 8% a partir de 2019. A esse requerimento, soma-se o Adicional de Capital Principal (ACP), conforme mencionado no Índice de Capital Principal (ICP). No entanto, o ACP, que inclui o ACP Contracíclico, não constitui requerimento mínimo de capital (BCB, 2016).

Gráfico 3 – Índice de Basileia vs. Requerimento mínimo de capital (%)



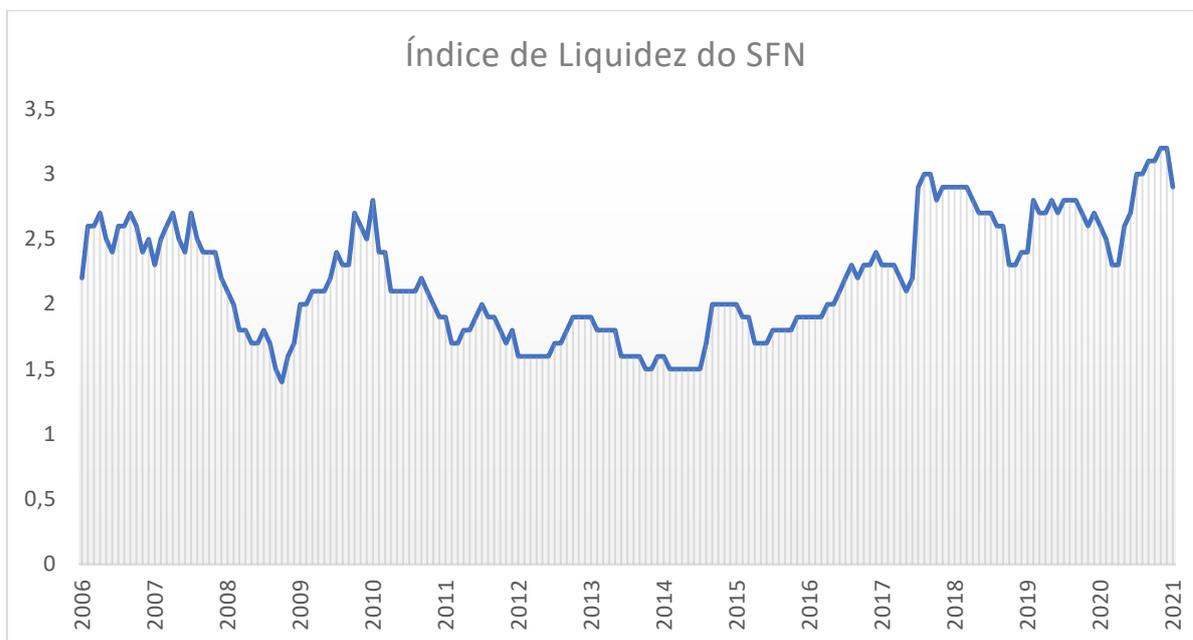
Fonte: BCB. Elaboração do autor.

Isto posto, podemos afirmar que, apesar de seus efeitos intensos no curtíssimo prazo, a repercussão das crises financeiras e econômicas internacionais foram relativamente brandas no Brasil, comparando-se com países da Europa e os EUA. Conclui-se então que as autoridades brasileiras foram bem-sucedidas no enfrentamento das diversas crises de liquidez ocorridas no período e na contenção do risco sistêmico e de contágio que tais crises tinham potencial de acarretar.

4.2 EXCESSO ESTRUTURAL DE LIQUIDEZ

Com pequenas e curtas exceções, na maior parte do período observado, o sistema financeiro apresentou condições muito favoráveis de liquidez. Cabe ressaltar que, em certos períodos relativamente longos, o sistema apresentou um excesso de liquidez estrutural como foi o caso do período relacionado à política de acumulação de reservas internacionais, entre 2006 e 2012.

Essa situação também fica evidenciada inspecionando-se o índice de liquidez do sistema financeiro nacional calculado pelo BCB entre 2006 e 2021, conforme Gráfico 4 abaixo, que informa a relação entre os ativos mais líquidos do sistema bancário e a capacidade de honrar suas obrigações em um prazo de 30 dias. Quanto maior o número, mais confortável é a situação de liquidez dos bancos

Gráfico 4 – Índice de Liquidez do SFN calculado pelo BCB

Fonte: BCB. Elaboração do autor.

A partir dos anos 2000, verificou-se em âmbito global uma significativa expansão dos balanços patrimoniais dos bancos centrais. Primeiramente, como resposta à crise asiática de meados de 1997, os países emergentes buscaram diminuir sua vulnerabilidade externa por meio do aumento dos superávits em transações correntes. Num segundo momento, o ciclo de alta dos preços das commodities provocou uma melhora nas relações de trocas desse grupo de países em relação ao resto do mundo. Esses dois fatores desencadearam uma expansão considerável na participação das reservas internacionais no ativo dos bancos centrais dos países emergentes (FERREIRA, 2016).

E, a partir da crise de 2008, como forma de resgatar o sistema bancário e reativar a atividade econômica, a política de aquisição de ativos adotada pelo FED e pelo BCE e a consequente expansão de seus balanços, provocou uma forte expansão da base monetária de modo que o excesso de liquidez verificado no sistema financeiro internacional passou a ser estrutural. Essa abundante liquidez em conjunto com taxas de juros extremamente baixas praticadas pelos países desenvolvidos provocou um gigantesco fluxo de capitais de curto prazo em direção aos países emergentes que acabava reforçando o processo de acumulação de reservas desses últimos.

No Brasil, em decorrência do expressivo fluxo de divisas resultantes dos superávits em transações correntes e na conta de capital com o exterior, o Banco Central iniciou, a partir

de 2006, a política de acumulação de reservas internacionais como forma de atenuar a valorização excessiva da moeda nacional em relação ao dólar e ter um “*safety cushion*” para enfrentar períodos de estresse no mercado cambial.

No caso brasileiro, a esterilização do excesso de liquidez provocada pela aquisição de reservas internacionais foi feita predominantemente através da expansão das operações compromissadas (*reverse repos*), contando também, em determinados momentos e de forma complementar, com o emprego dos depósitos compulsórios.

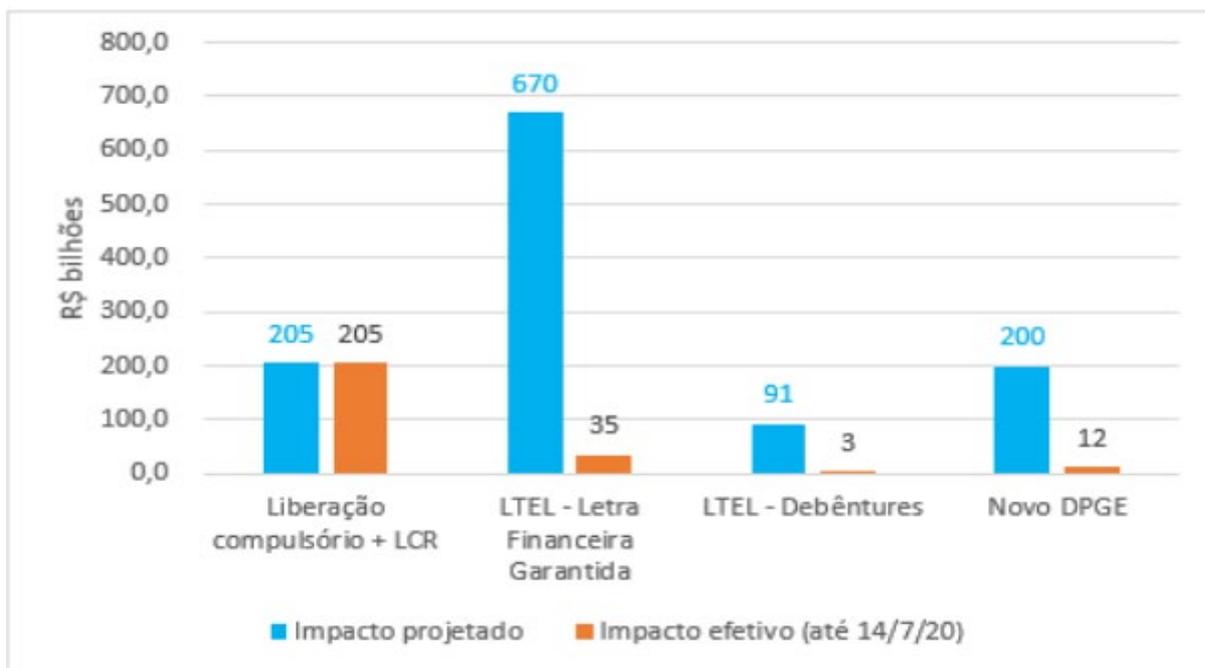
É certo que a opção de acúmulo de reservas cambiais influenciou a política monetária ao levar o BCB a enfrentar níveis de liquidez incompatíveis com a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e que, em última instância, provocaria uma pressão baixista sobre as taxas de juros da economia. Por outro lado, a estratégia de acúmulo de divisas foi útil como forma de proteção ou de redução da vulnerabilidade do balanço de pagamentos frente a crises internacionais. No entanto, dada a intensidade da entrada de divisas e a política do BCB de comprar tais divisas, realmente as reservas internacionais subiram de modo acentuado entre 2006 e 2012.

Outro fator que contribuiu para a expansão da liquidez de mercado foi que, a partir de 2006 até 2014, houve resgate líquido de títulos pelo TN, o que teve impacto positivo sobre a liquidez. No entanto, desde o início de 2015, o impacto líquido da emissão de dívida tem sido negativo, ou seja, houve retirada de liquidez.

É difícil mensurar, em termos quantitativos, como o excesso de liquidez estrutural verificado na maior parte do período analisado contribuiu para que o BCB só voltasse a realizar operações de empréstimos diretamente com bancos a partir de 2020. Contudo, parece plausível, que esse excedente foi, de alguma forma, redirecionado aos participantes do SFN que atravessavam situações transitórias de déficits de liquidez.

Conforme apontado por Martins, Torres Filho e Macahyba (2020), outro sinal de que o sistema bancário apresentou comumente boas condições de liquidez fica evidenciado ao se confrontar o valor total das medidas de injeção de liquidez adotadas pelo BCB no combate à crise da pandemia do Covid-19 e os resultados realmente efetivados indicado de acordo com o Gráfico 5 abaixo.

Gráfico 5 – Balanço das medidas adotadas pelo BCB em 2020 (R\$ bilhões)



Fonte: BCB. Elaboração Martins, Torres Filho e Macahyba (2020).

A discrepância entre o total de recursos que foi potencialmente disponibilizado ao mercado e o que realmente foi contratado pode ser interpretado como uma forte evidência que o sistema financeiro se encontrava bastante líquido antes da crise, conseguindo atravessá-la sem maiores percalços.

4.3 USO DO COMPULSÓRIO COMO “COLCHÃO DE LIQUIDEZ”

Cabe destacar que a autoridade monetária recorreu frequentemente à opção de flexibilização dos depósitos compulsórios para enfrentar as crises financeiras do período, dada a tendência histórica de manutenção de elevado volume de recursos mantidos compulsoriamente em reservas bancárias e/ou títulos públicos.

No período anterior ao Plano Real, o BCB optou pela manutenção de altos níveis de depósitos compulsórios durante um longo período, como instrumento de política monetária para conter a elevada inflação. Naquele momento, os compulsórios não tinham como função principal atuar como “colchão de liquidez” do Sistema Financeiro Nacional.

Questões relacionadas ao fluxo de capitais e à vulnerabilidade externa, alta no Brasil até o início dos anos 2000, levaram a autoridade monetária a utilizar intensivamente os

recolhimentos compulsórios em ações contracíclicas em relação à atividade econômica, ou seja, maiores (menores) requerimentos em resposta a períodos de expansão (retração) da economia. A política monetária por meio de ajustes na taxa de juros básica em países emergentes que frequentemente são afetados por crises cambiais pode ser ineficiente em determinados contextos, como no caso de aumentos (reduções) das taxas de juros que acabam estimulando fluxos positivos (negativos) de capital e, dessa forma, amplificando ciclos de expansão (retração) de crédito. Diversos países emergentes, inclusive o Brasil, utilizam o recolhimento compulsório de maneira contracíclica para amenizar ciclos de oferta de crédito (BARATA *et al.*, 2020).

Porém, mais recentemente, já em um contexto de estabilidade de preços e menor vulnerabilidade externa, o depósito compulsório deixou de ser um instrumento basicamente de política contracíclica e macroprudencial, passando a ser também uma ferramenta de administração de liquidez no sistema bancário.

No entanto, o ritmo de redução dos depósitos compulsórios foi influenciado pelas dificuldades de atuação da autoridade monetária como prestamista de última instância e; portanto, os altos níveis de compulsórios constatados no Brasil durante o período de análise seriam em parte um efeito colateral da inexistência de linhas de crédito disponibilizadas pelo BCB (até 2020) de modo que seria plausível admitir que em momentos de crise o compulsório foi o principal instrumento de provisão de liquidez para o sistema financeiro nacional.

Ao longo das várias crises foram liberadas parcelas de recursos desse “colchão de liquidez”. Em um primeiro momento, ocorreram liberações que atendiam diretamente as instituições ilíquidas (pequenas e médias). Posteriormente, quando os valores recolhidos por essas instituições já haviam sido integralmente liberados, foi adotada a alternativa de liberar recursos para as instituições de maior porte, de forma condicionada. Os recursos então liberados eram, de algum modo, direcionados às instituições ilíquidas ou com baixo liquidez (as condicionantes que viabilizaram tais fluxos variaram conforme as especificidades de cada crise).

O próprio Comitê de Supervisão da Basileia recomenda a adoção dos depósitos compulsórios como ativos de resistência a condições de estresse e com liquidez garantida na eventualidade de uma crise financeira.

Além dos requerimentos mínimos de capital, os depósitos compulsórios recolhidos junto ao BCB para efeito de política monetária, representam um “colchão de liquidez” significativo à disposição das instituições financeiras e que se mostrou importante para acomodar choques adversos em variados contextos, com destaque para os efeitos da crise

financeira global de 2008 sobre o SFN. Dessa forma, tais exigibilidades funcionam como uma reserva em espécie adicional para os bancos que pode ser usada, a critério do BCB, em um momento de aumento de saques dos clientes e escassez de recursos na economia, contribuindo em última instância para a estabilidade do sistema financeiro.

4.4 ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE ÚLTIMA INSTÂNCIA APÓS A LRF E O AMBIENTE POLÍTICO DA ÉPOCA

Um importante fator que pode ter contribuído decisivamente para um menor ímpeto do papel de prestador de última instância do BCB foi o advento da Lei Complementar nº 101, de 04.05.2000, mais conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal. Com a publicação desse dispositivo legal, pode ter se consolidado um consenso de que o BCB somente poderia conceder empréstimos a bancos solventes, conforme interpretação do art. 28 e respectivos parágrafos.

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.

§ 1º 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.

§ 2º 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 partir de então, devido à Lei de Responsabilidade, o BCB ficaria legalmente limitado de exercer de forma plena as suas prerrogativas monetárias e, especialmente, de poder expandir suas operações de socorro financeiro em momentos de crise severa, pelo menos até que lei específica detalhasse o seu grau de manobra para desempenhar a função de assistência financeira emergencial.

Uma interpretação possível do parágrafo 1º do art. 28 é que, partindo do pressuposto que é sempre possível identificar o grau de vulnerabilidade financeira de um banco, o BCB teria condições de identificar quais instituições estariam ilíquidas, mas solventes, e quais estariam insolventes. Dessa forma, se as condições de solvência de um banco fossem boas, ele poderia ser socorrido pelo BCB; caso contrário, isto é, se o banco já se encontrasse insolvente, ele

necessariamente deveria ser resgatado por um fundo privado (FGC, por exemplo) ou com o emprego de outros mecanismos. Conforme o parágrafo segundo do citado artigo, o BCB somente poderia realizar operações de redesconto e de empréstimos com prazo inferior a 360 dias.

Ao contrário das autoridades monetárias de economias avançadas (FED, BCE, BOJ¹⁵ e Banco da Inglaterra) que, para enfrentar a crise de 2008, ampliaram as modalidades de operações de crédito e o acesso das instituições à assistência financeira, o Banco Central do Brasil não pôde expandir seus programas de provisão emergencial de liquidez.

De fato, a partir da publicação da LRF, o BCB não mais concedeu empréstimos de liquidez às instituições bancárias que não fossem garantidos por títulos públicos federais via operações compromissadas.

Uma reportagem do Valor Econômico de autoria de Alex Ribeiro, publicada em 24.09.2009, expõe os obstáculos legais que possivelmente o BCB enfrentava por conta das limitações da LRF quando do enfrentamento da crise de 2008 (grifo meu):

“O governo, porém, só acordou de fato para a crise com a quebra do Lehman Brothers. Já na semana seguinte, o BC começou a pedir que o Banco do Brasil comprasse carteiras de crédito de bancos menores que sofriam saques. O BB colocou algumas resistências a esse modelo de socorro, argumentando que o papel de prestador de última instância cabia ao BC.

Nas reuniões internas no governo, porém, o presidente do BC, Henrique Meirelles, argumentava que não havia segurança jurídica para conceder empréstimos. "O Meirelles dizia que, se o BC emprestasse aos bancos menores, seria processo judicial na certa", afirma um funcionário do banco que acompanhou as discussões no governo. "Mas ele achava OK que os dirigentes do Banco do Brasil corressem riscos judiciais."

O BC não se pronunciou oficialmente sobre essa reportagem. Uma fonte da instituição, porém, sustenta que a resposta do BC foi dada por meio de uma regulamentação que modernizou o redesconto. A orientação para os grandes bancos comprarem carteira valia para todo o sistema, e não só para o BB. Não foi fechada operação de redesconto, segundo essa fonte, por falta de demanda do mercado bancário, que resolveu sozinho os seus problemas.

Havia no governo o sentimento de que o país não tinha ferramentas adequadas para lidar com uma crise bancária.”

Mesmo considerando que o BCB nunca se pronunciou oficialmente sobre o conteúdo da reportagem, esta parece corroborar as dificuldades que a autoridade monetária enfrentava na época para superar as limitações legais para o exercício pleno do papel de prestador de última instância. Por oportuno, a mesma reportagem menciona a reestruturação do redesconto como

¹⁵ Federal Reserve (FED), Banco Central Europeu (BCE) e Bank of Japan (BOJ).

“resposta” do BCB, consubstanciada na Resolução nº 3.682, de 09.10.2008. No entanto, dado que continuou empregando a modalidade de redesconto baseado na compra com compromisso de revenda, nenhuma operação foi contratada durante a crise, evidenciando que tal modelo ainda não se mostrava adequado para impulsionar os empréstimos emergenciais do BCB. Essa deficiência só foi superada em 2021 com o lançamento das novas Linhas Financeiras de Liquidez.

Cabe ressaltar também que, no plano político vigente durante a tramitação da LRF, a autoridade monetária brasileira foi alvo de severas críticas ao empregar recursos públicos para resgatar bancos quando da implementação do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) o que acabou envolvendo o BCB em duas comissões parlamentares de inquérito (CPI) destinadas a investigar programas de assistência financeira.

Conforme Duran e Borges (2018), tais restrições políticas e legais impostas ao BCB, sobretudo a LRF, provocaram a fragmentação da capacidade de prover a última instância de liquidez do sistema financeiro durante a crise de 2008. Por conta dessas restrições, não restou outra saída para o CMN a não ser delegar a função de prestamista de última instância a outros agentes: o FGC e os bancos públicos.

Por conseguinte, a função de prestamista de última instância foi compartilhada por diferentes entidades que disponibilizaram assistência financeira de forma limitada a partir da crise de 2008. Os autores dessa pesquisa identificaram que o arcabouço jurídico então vigente foi concebido de forma açodada, improvisada para conter com urgência os problemas econômicos de 2008, enfrentando problemas de legitimidade e de eficiência devido à fragmentação institucional.

Os próximos dois fatores estão diretamente relacionados a esta interpretação restritiva do art. 28 da LRF com relação ao papel do BCB enquanto prestamista de última instância.

4.5 O PAPEL DO FGC NA PROVISÃO DE LIQUIDEZ

A criação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) veio suprir uma lacuna, complementando a rede de segurança do SFN e possibilitando que o ônus de eventuais programas de socorro financeiro no setor bancário não recaísse apenas sobre o Estado.

De início, as atribuições do FGC eram limitadas à sua função clássica de segurador de depósitos. Com o passar do tempo, o Fundo foi levado a assumir funções de garantidor de

obrigações (no caso da emissão de Depósitos a Prazo com Garantia Especial – DPGE) e de provedor de liquidez (aquisição de carteiras de crédito) para os seus participantes de pequeno e médio portes, em contextos de crise.

Conforme dito na subseção 5.2.5, ao extrapolar a sua função original de segurador de depósitos e assumir uma atuação relevante no socorro financeiro e na resolução de instituições financeiras ilíquidas ou insolventes, o FGC passou a incorporar funções análogas a de um banco central.

Questões legais colaboram para um maior papel do FGC relativamente à provisão de liquidez, conforme se depreende da leitura do já citado art. 28 da LRF e, conseqüentemente, para limitação da função de prestador de última instância do BCB.

Embora a vedação de utilização de recursos públicos, inclusive operações de crédito, para socorrer as instituições do Sistema Financeiro Nacional (SFN) não alcance as operações de redesconto e os empréstimos com prazo inferior a 360 dias realizados pelo BCB, o fato de haver previsão expressa no Parágrafo 1º para o uso de fundos constituídos pelas próprias instituições financeiras trouxe a segurança jurídica necessária para o emprego do FGC em ações de assistência financeira ao setor bancário.

Justificando a atuação complementar entre o FGC e o BCB na gestão de crises financeiras, o ex-procurador-geral do BCB entre 2010 e 2016, Isaac Ferreira, afirmou em artigo que a própria LRF determina que “a prevenção e insolvência e outros riscos deve ficar a cargo de “Fundos”, e outros mecanismos, constituídos pelas instituições do Sistema Financeiro Nacional, na forma da lei” (Ferreira, 2013). Dessa forma, ao garantir o ressarcimento de depósitos e títulos segurados e realizar operações de assistência financeira, o FGC, na visão do ex-procurador-geral do Bacen, estaria dando cumprimento ao mandamento da LRF.

Uma outra possibilidade – de cunho político – para explicar um menor comprometimento no uso de recursos públicos para socorrer instituições financeiras pode estar na visão atual de que o Banco Central deve priorizar o uso de recursos privados no fornecimento de liquidez para o sistema financeiro. Esse ponto de vista coincide com a corrente liberal de que o mercado é eficiente para alocar recursos e os pânicos decorreriam das restrições legais impostas pelos bancos centrais e que; portanto, eventuais programas de socorro financeiro a bancos seriam dispensáveis. (LIMA, 2012)

Por conta desses posicionamentos, o Banco Central acabou recorrendo ao FGC para complementar a sua função de prestador de última instância. Dentre as vantagens de se utilizar o FGC, pode-se citar a capacidade de resposta imediata e eficiência para superar dificuldades localizadas do sistema financeiro (possivelmente não sistêmicas). Por outro lado,

apresenta desvantagens no arcabouço jurídico por não possuir regras bem definidas e a pouca transparência, dificultando a credibilidade e a eficácia em tempos de crise; e por não possuir capacidade de emitir moeda como o Banco Central. Essa última desvantagem é particularmente importante, tendo em vista que não se pode calcular com exatidão a quantidade de recursos que deverá ser fornecida para assegurar o nível de liquidez adequado da economia, em razão da existência de incerteza em períodos de instabilidade.

4.6 A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS EM PERÍODOS DE CRISE

Durante a crise financeira que se iniciou em 2007, por determinação do governo federal e contando com a coordenação do Banco Central, os bancos públicos acabaram atuando como emprestadores de última instância e tiveram um papel fundamental na mitigação dos efeitos da crise econômica internacional através de ações anticíclicas, exercendo, em parte, funções típicas de uma autoridade monetária.

Em momentos de crise, tanto o Banco do Brasil quanto a Caixa Econômica Federal foram utilizados para socorrer de forma indireta instituições financeiras ilíquidas, seja por meio da aquisição de ativos como carteiras de operações de crédito ou mesmo pela aquisição parcial ou total de bancos que enfrentassem problemas financeiros.

Por exemplo, o Banco do Brasil adquiriu em novembro de 2008 o banco Nossa Caixa, a décima maior instituição financeira do país naquela época. No ano seguinte, o Banco do Brasil comprou 50% das ações do Banco Votorantim que, então, era o oitavo maior banco brasileiro. Tais operações somente se viabilizaram por conta de uma medida provisória autorizando o BB e a CEF a adquirir bancos privados¹⁶.

O papel recente dos bancos públicos no enfrentamento de crises financeiras e, mais especificamente, na aquisição de ativos e instituições financeiras menores, deve-se certamente a impedimentos jurídicos provocados por uma interpretação restritiva da Lei de Responsabilidade Fiscal que vedaria um socorro financeiro mais abrangente do Banco Central, até que lei específica fosse editada, definindo o grau de manobra da autoridade monetária na gestão de crises financeiras.

No entanto, já na crise da pandemia de Covid-19, diferentemente das medidas adotadas em 2008, onde os bancos públicos tiveram um importante papel na provisão de liquidez e no

¹⁶ Medida Provisória nº 695, de 02/10/2015, posteriormente convertida na Lei nº 13.262, de 2016.

reativamento do crédito, as autoridades públicas optaram por priorizar meios e recursos privados para normalizar o nível de liquidez do sistema financeiro, na crença na eficiência da alocação ótima do mercado.

Embora nesta última grande crise econômica internacional não tenham sido acionados, o fato é que a capacidade de atuação dos bancos públicos nas crises anteriores limitou não somente os efeitos negativos das crises sobre os mercados locais, como também reduziu significativamente a necessidade de intervenção do BCB como emprestador de última instância.

4.7 O ESTIGMA DO REDESCONTO

Durante as crises financeiras, normalmente o estigma associado às operações de redesconto representa um grande obstáculo ao socorro de instituições financeiras em dificuldades o que limita sobremaneira a capacidade do banco central de prover liquidez ao mercado de forma efetiva.

No início da Crise Financeira Global de 2008, por exemplo, o FED expandiu a janela de redesconto às instituições bancárias aceitando como garantia uma ampla gama de ativos financeiros. No entanto, por conta do expressivo estigma associado, as operações de redesconto contratadas foram poucas, confirmando a significativa relutância dos bancos em pegar empréstimos diretamente da autoridade monetária.

Os próprios bancos centrais reconhecem que um dos seus maiores desafios operacionais é a enorme aversão que o mercado financeiro tem em relação à assistência financeira de última instância, especialmente quando se trata de instrumentos bilaterais tais como a janela de redesconto. Tal estigmatização aumenta o grau de dificuldade que a autoridade monetária enfrenta para mitigar a crescente fragilização do sistema financeiro em momentos de crise.

De fato, levando em conta a visão geral que se trata de um mecanismo destinado ao socorro financeiro de instituições à beira da insolvência, recorrer à assistência financeira de última instância ou a mera suspeita cria um enorme problema de estigma, que torna tal instrumento excessivamente tóxico para um banco ilíquido (mas solvente) recorrer aos empréstimos do banco central na crença que isso possa se tornar público.

Mesmo antes de uma crise financeira se iniciar, as instituições financeiras relutam em acessar a assistência financeira do banco central com receio de que o mercado interprete essa ação como um indício de problemas de solvência, ao invés de liquidez. Elas preferem recorrer

ao mercado interbancário, mesmo que as taxas de juros sejam mais altas que as linhas de crédito do banco central. Quando se instala a crise, a relutância dos bancos a usar o redesconto se intensifica, dada a obsessiva preocupação de que isso se revele aos demais participantes do mercado e que eles enxerguem isso como um sinal de fragilidade de sua situação financeira.

Linhas de crédito de amplo acesso, ou seja, que possam ser contratadas por muitos participantes ao mesmo tempo e de forma rotineira, tem se mostrado uma forma eficaz de se reduzir o estigma.

Por exemplo, para enfrentar as dificuldades imposta pela crise financeira que começara em 2007, o FED recorreu a mecanismos extraordinários de provisão de liquidez, dado que a política monetária convencional se mostrou insuficiente num primeiro momento. Além de estender a sua atuação de prestador de última instância a instituições financeiras não bancárias, como bancos de investimentos e corretoras, o FED resolveu implementar novas medidas para aumentar a liquidez do sistema bancário. Uma delas foi o *Term Auction Facility* (TAF) que funcionava de forma complementar à janela de redesconto tradicional, sendo, na essência, um leilão de fundos realizados a cada duas semanas, onde as instituições habilitadas participavam de forma anônima e davam lances em bases competitivas.

A metodologia empregada no TAF fez uso de uma série de inovações que efetivamente possibilitaram a provisão de liquidez no mercado interbancário, superando a barreira do estigma associado a contratações de empréstimos diretos com a autoridade monetária. De fato, o formato do leilão se assemelha a um processo competitivo natural do mercado. Além disso, ao invés da taxa punitiva aplicada sobre a taxa básica de juros, os bancos eram livres para propor a taxa de juros que julgassem conveniente naquele contexto de crise de modo que, mesmos os bancos financeiramente saudáveis, participavam das ofertas. Conforme ressaltado por Bernanke (2009), a participação de vários bancos nos leilões era assegurada, pois cada IF poderia captar no máximo 10% do total ofertado pelo FED o que promoveu a pulverização do processo e contribuía para o sigilo dos participantes. Como os fundos obtidos por meio do TAF eram liberados somente três dias depois do leilão, não eram exatamente destinados a resolver problemas urgentes de liquidez de modo que o TAF funcionava de forma complementar à janela de redesconto, esta uma opção sempre disponível.

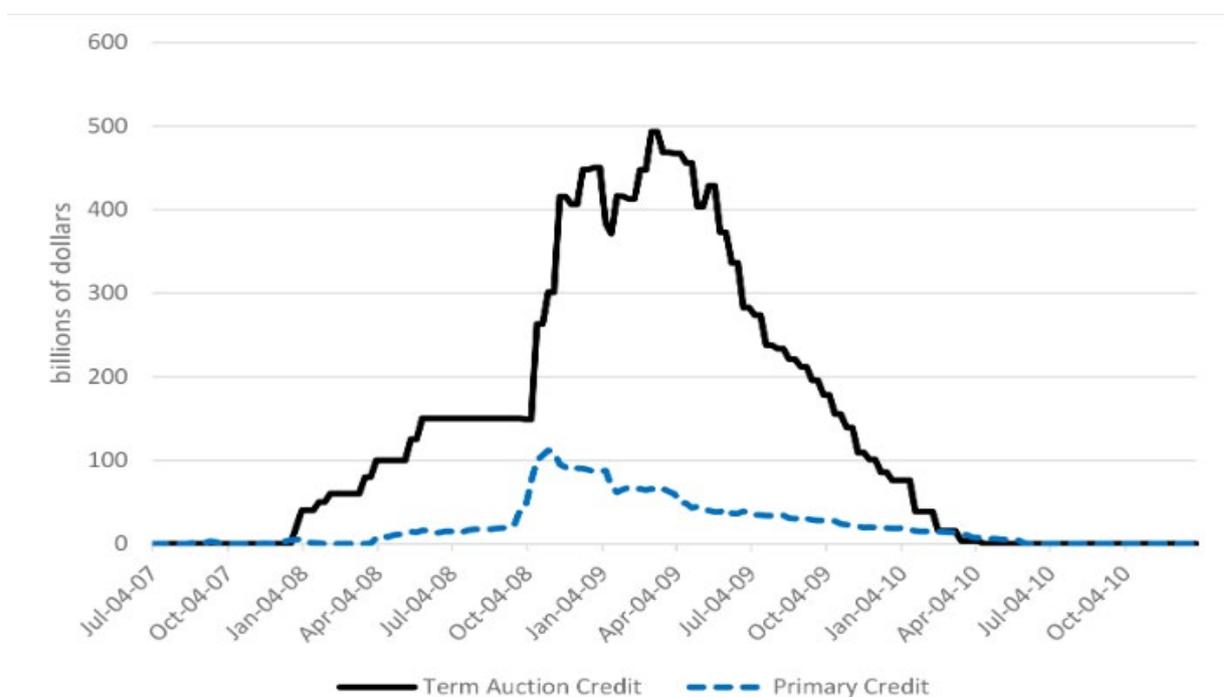
Todas as instituições depositárias (bancos) poderiam se habilitar ao TAF, inclusive os bancos estrangeiros que possuíssem filiais nos EUA¹⁷. Entre dezembro de 2007 e março de

¹⁷ Durante a crise mundial, o Banco Itaú tomou empréstimos de cerca de US\$ 7 bilhões em programas oficiais de crédito que o FED implementou para enfrentar a contração de liquidez nesse período: o *Term Auction Facility* (TAF) e o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Segundo reportagem publicada no jornal Valor

2010, foram realizados 60 leilões que injetaram US\$ 3,818 trilhões no sistema financeiro americano, considerando o valor total dos empréstimos contratados (FELKERSON, 2012).

Assim, o TAF provou ser uma ferramenta eficaz durante o enfrentamento da crise de 2008. Conforme pode ser inferido no Gráfico 6, o grau de estigmatização associado ao programa TAF parece ser menor do que o da principal janela de redesconto, a *Primary Credit Facility (PCF)*, destinadas às instituições solventes e com boa avaliação da supervisão bancária, ao se comparar o volume de captação de cada linha. Além disso, essa linha de crédito parece ter sido bem-sucedida em atenuar as tensões destabilizadoras advindas do mercado financeiro e na recuperação dos mercados de crédito.

Gráfico 6 – Empréstimos do FED durante a crise financeira de 2008 – TAF vs PCF (US\$ bilhões)



Fonte: Factors Affecting Reserve Balances, Federal Reserve Statistical Release H.4.1 (July 4, 2007 December 29, 2010)

Portanto, a realidade tem indicado que o estigma reduz a efetividade dos instrumentos de assistência financeira de última instância. A janela de redesconto não terá um impacto

Econômico em 03/12/2010, o diretor de tesouraria externa do Itaú BBA, Marcos Antônio Sudano, declarou que, embora o banco não enfrentasse qualquer problema de liquidez no período, decidiu recorrer às linhas de crédito do FED por conta da atratividade das taxas aplicadas, ou seja, se valendo do baixo custo de captação (Ribeiro e Lima, 2010).

positivo para atenuar a demanda por liquidez nos mercados financeiros se a aversão a esse instrumento for excessiva.

4.8 PROCESSOS INADEQUADOS E A INSEGURANÇA JURÍDICA RESULTANTES DO ARCABOUÇO REGULATÓRIO DO ANTIGO REDESCONTO

O arcabouço regulatório anterior previa a atuação do BCB enquanto prestador de última instância através de operações de redesconto baseadas no modelo de compra com compromisso de revenda. Tal modelo apresentava limitações em termos de segurança jurídica sobre a efetiva transferência de propriedade de ativos, o que tornava as operações complexas e custosas para uma gama muito ampla de ativos (ou seja, que não fossem títulos públicos federais)¹⁸. Essas deficiências ficaram evidenciadas durante os preparativos de uma eventual realização de assistência financeira via redesconto para o enfrentamento da crise financeira de 2008.

Naquele momento, tornou-se evidente a necessidade de reestruturação desse arcabouço regulatório de modo a permitir a efetividade desse instrumento em circunstâncias de estabilidade ou em momentos de crises financeiras.

Cabe ressaltar que o Fundo Monetário Internacional, no documento intitulado "IMF Country Report no. 12/206", que analisou a estabilidade do sistema financeiro do Brasil (*Financial Sector Assessment Program - FSAP*) no ano de 2012, fez recomendações específicas sobre esse processo. No item 36 do capítulo IV do referido documento ("*Financial Sector Safety Nets*"), o FMI recomendou que o BCB reforçasse procedimentos e sistemas de modo a prover de forma mais eficiente a assistência de liquidez emergencial, como a possibilidade de aceitação de outras garantias além de títulos públicos federais¹⁹.

¹⁸ Como no Brasil a liquidez e demanda por ativos financeiros se concentram nos títulos públicos federais, é de suma importância o desenvolvimento de um mercado secundário para outras classes de ativos, de forma que também possam ser usados como colateral em operações com o Banco Central em momentos de normalidade ou de crise.

¹⁹ A assistência de emergência a liquidez (*Emergency Liquidity Assistance - ELA*) do BCB, embora bem concebida, poderia ser mais eficaz na prática. Os mecanismos de ELA não foram utilizados na recente crise, uma vez que foram utilizadas outras fontes de liquidez para apoiar os bancos de pequena e média dimensão sob pressão, tais como incentivos aos grandes bancos para adquirirem carteiras de empréstimos de pequenos bancos, compras de ativos por bancos estatais e financiamento do FGC. Embora bem sucedidos, estes métodos podem revelar-se insuficientes face a um choque mais grave que afete bancos sistemicamente importantes. Por conseguinte, o BCB deve assegurar que está em posição de desembolsar rapidamente liquidez temporária a bancos solventes mas ilíquidos através das facilidades existentes, (i) desenvolvendo procedimentos internos claros para aprovar a ELA que clarifiquem os papéis e a responsabilidade dos diferentes departamentos e minimizem o risco de desafios legais para o staff, por exemplo, (ii) introduzindo sistemas que permitam a rápida aceitação de garantias que não sejam títulos públicos, incluindo a avaliação e a determinação das margens de avaliação; (iii) pré-determinando as margens de avaliação para as classes de ativos, revendo-as periodicamente

No entanto, talvez seja temerário afirmar que essa questão, por si só, fosse a razão da inexistência de uma assistência financeira de liquidez efetiva por parte do BCB. Afinal, é possível que a demora na atualização normativa das operações de redesconto do BCB e seus respectivos procedimentos operacionais tenham sido consequência (e não causa) de outros fatores que impediam que a autoridade monetária brasileira exercesse o seu papel de prestador de última instância. Assim, podemos inferir, por exemplo, que o uso de outros instrumentos de provisão de liquidez alternativos e o estigma que envolve as operações de redesconto tenham esvaziado a necessidade e urgência do BCB em manter normas e processos atualizados relativamente a tais operações.

4.9 ASSISTÊNCIA DE LIQUIDEZ E MORAL HAZARD

Um dos principais obstáculos à disponibilização de linhas de assistência financeira de liquidez é o consenso mundial de que tais linhas, uma vez estruturadas, seriam um incentivo ao “*moral hazard*”, ou seja, um estímulo à tomada de risco por parte do sistema financeiro.

O histórico de crises do sistema financeiro mundial (e brasileiro) levou ao desenvolvimento de uma rede de proteção bancária. A crença do mercado na efetividade dessa rede de segurança financeira gera um efeito perverso. Embora a intenção seja mitigar o risco sistêmico, ela tem o potencial de gerar uma outra ameaça, o risco de que as instituições financeiras sejam estimuladas a assumir posições excessivamente arriscadas em virtude da proteção oficial e de que os agentes econômicos não exerçam um monitoramento eficaz sobre o sistema financeiro. Esse é o *moral hazard*. Conforme Dow (2000), de modo inequívoco, o risco moral esteve presente na maioria das crises financeiras.

Em razão do *moral hazard* e da excessiva crença no poder de regulação e supervisão prudencial exercido pela autoridade monetária com o intuito de evitar ou pelo menos atenuar as crises financeiras, a ampliação da rede de segurança financeira não era considerada uma prioridade na agenda regulatória antes da crise de 2008. Não só no Brasil, como também em países onde operam sofisticados instrumentos financeiros, como os Estados Unidos.

e divulgando esta informação regularmente para reduzir a incerteza; e (iv) assegurando a disponibilidade imediata de conhecimentos especializados suficientes e realizando exercícios de simulação e transações de teste. (FMI, 2012)

Poucos países possuíam linhas de redesconto efetivas. Prevalecia, então, o princípio da “ambiguidade construtiva”, conceito que exprimia a ideia de que os bancos centrais não deveriam se comprometer “*ex-ante*” com esquemas de provimento emergencial de liquidez, o que não significava dizer que não atuariam em um contexto de crise sistêmica. De modo que o consenso internacional na época impunha um alto custo reputacional à utilização dessas linhas. Assim, nem deveriam os bancos centrais se comprometerem com linhas automáticas de provimento de liquidez, nem era bem-visto que instituições financeiras recorressem a essas linhas.

Essa posição viria a se modificar qualitativamente com o início da Crise Financeira Global de 2008, quando os principais bancos centrais do mundo, principalmente o Federal Reserve, adotaram políticas de flexibilização monetária, incorporando aos seus balanços ativos de alto risco existentes nas carteiras das instituições financeiras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme apontado nos capítulos anteriores, diversos fatores contribuíram para uma menor efetividade do papel de prestamista de última instância no caso brasileiro de modo que não se pode atribuir essa condição a um único determinante. Se, por um lado, é difícil atribuir uma maior relevância a um único elemento, por outro lado, parece plausível que a atuação conjunta de todos os fatores apontados no capítulo 4 acabou reduzindo a urgência e a necessidade do Banco Central do Brasil em executar integralmente a assistência financeira de última instância.

Dentre os aspectos condicionantes à inexistência de linhas de crédito entre o BCB e as instituições financeiras que foram citados anteriormente destacam-se alguns que são universais, afetando todos os bancos centrais em geral, e outros que são mais específicos do caso brasileiro. Sem dúvida o estigma associado às operações de redesconto e o *moral hazard* são fatores que afetam a atuação do emprestador de última instância possivelmente na maioria dos países e frequentemente são citados como um dos principais entraves à assistência financeira de liquidez.

Um aspecto conjuntural que teve grande impacto na pouca necessidade de injeção de recursos no sistema bancário brasileiro foi o excesso de liquidez estrutural verificado na maior parte do período analisado nesse trabalho. Talvez não seja possível enquadrá-lo como uma condição específica brasileira, pois vários países emergentes e desenvolvidos também passaram por esse processo. Além disso, a redução da vulnerabilidade externa fruto do forte ingresso de capitais e dos superávits em transações correntes que, em última instância, viabilizaram a política de acumulação de reservas internacionais – têm vários condicionantes externos.

Também importante, foi a não ocorrência de crises sistêmicas durante o período analisado. Conforme mencionado na seção 4.1, a solidez do sistema financeiro nacional, sem dúvida resultante dos esforços da supervisão e da regulação financeira, somados à pronta reação do BCB quando as crises financeiras começavam a se instalar no sistema, impediram que estas se transformassem em crises sistêmicas e que provocassem uma grave fragilização do sistema financeiro, com potencial de afetar de forma significativa outros setores da economia.

Específico do caso brasileiro e limitante para a prestação da assistência de liquidez emergencial foi a insegurança jurídica que se estabeleceu quando da publicação da LRF e sua

consequente interpretação restritiva do alcance das operações de socorro financeiro executadas pelo BCB enquanto não sobreviesse lei específica.

Outras políticas específicas e ações deliberadas do governo federal também tiveram um papel relevante no fornecimento de liquidez ao sistema financeiro. Foi o caso do uso do FGC e dos bancos públicos no socorro às instituições financeiras que passavam por dificuldades e do emprego dos depósitos compulsórios como “colchão de liquidez”. Este último fator foi provavelmente o principal instrumento de provisão de liquidez para o sistema financeiro nacional entre 2002 e 2020.

Foi notória a frequência com que o BCB recorreu a este instrumento como uma reserva de liquidez adicional para os bancos usarem, a critério da própria autoridade monetária, em momentos de preferência pela liquidez e escassez de recursos na economia, contribuindo em última instância para a estabilidade do sistema financeiro.

No entanto, de todos os fatores apontados, dois deles foram fundamentais para explicar a ausência de mecanismos de assistência financeira emergencial no Brasil durante o período analisado: o excesso estrutural de liquidez e o *moral hazard*. O primeiro motivou a falta de urgência no emprego e mesmo na disponibilidade de um instrumento de socorro financeiro efetivo às instituições financeiras que por ventura se encontrassem em dificuldades. E o segundo, condicionou a opção política do Banco Central do Brasil em não reconhecer a assistência financeira de liquidez como sendo um mecanismo adequado e eficiente para a solução de crises financeiras bancárias, considerando as circunstâncias do período. Todos os outros fatores apontados, embora relevantes, ou tiveram um papel secundário ou, na verdade, se enquadrariam mais como consequências do que como causas.

Apesar disso tudo, a Crise Financeira Global de 2008 mostrou potencial suficientemente desestabilizador para induzir os principais bancos centrais do mundo, incluindo também o brasileiro, a recuperar e reforçar a assistência financeira de liquidez como instrumento de última instância do sistema financeiro. Aqui, somente em 2020, em resposta aos efeitos econômicos decorrentes da epidemia de Covid-19, o BCB reeditou uma linha de assistência financeira emergencial de modo que o BCB voltasse efetivamente a assumir o papel de prestador de última instância.

Até porque não se pode confiar que a solidez do sistema financeiro nacional, verificada no período recente, se mantenha eternamente ou que as crises financeiras sejam sempre brandas. Em algum momento, a autoridade monetária precisará contar com um instrumento que, em última instância, garanta a integridade do sistema financeiro.

REFERÊNCIAS

BAGEHOT, Walter. Lombard Street: A Description of the Money Market. Londres: H.S. King & Co, 1873.

BACEN – Banco Central do Brasil. Sistemas de pagamentos e estabilidade financeira: o caso brasileiro. Brasília: Bacen, 2004. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/2004nt44SPB_EstabFinanceirap.pdf. Acesso em 01/09/2023

BACEN – Banco Central do Brasil. Voto 140/2019-BCB. Brasília: Bacen, 2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/outras_pub_alfa/voto_afl_diretrizes_jun_2019.pdf. Acesso em 15/09/2023

BACEN – Banco Central do Brasil. Relatório de Estabilidade Financeira. Brasília: Bacen, abr. 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201604>. Acesso em: 01/08/2023

BARROSO, João Barata R. Blanco; GONALEZ, Rodrigo Barbone; PEYDRÓ, José-Luis; DOORNIK, Bernardus F. Nazar Van. Countercyclical Liquidity Policy and Credit Cycles: evidence from macroprudential and monetary policy in Brazil. Série de Trabalhos para Discussão 537, Bacen, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps537.pdf>. Acesso em: 10/07/2023

BIS – Bank of International Settlements. Report on netting schemes. Basle: BIS, Feb. 1989.

BIS – Bank of International Settlements. Implementation and Tactics of Monetary Policy. BIS Conference Papers, vol. 3, March 1997.

BIS – Bank of International Settlements. Re-thinking the Lender of Last Resort. BIS Paper No. 79, September 2014. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79.htm>. Acesso em 01/08/2023

BORDO, M. D. The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience. FRB Richmond Economic Review, vol. 76, No. 1, January February 1990, p. 18-29.

BORGES, Caio de Souza. Banco central e a administração de crises bancárias. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito da FGV de São Paulo, 2014.

BORIO, Claudio. Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries. Bank for International Settlements, BIS Working Papers n. 40, 1997.

- BRITO, A. A reestruturação do sistema de pagamentos brasileiro e seus impactos nas instituições financeiras. *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo: USP, n. 28, p. 66- 85, jan./abr 2002.
- CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In: SOBREIRA, R. (Org.). *Regulação financeira e bancária*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005, p. 121-137.
- CARVALHO, F. J. C. *et al.* *Economia monetária e financeira: teoria e política*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- CARVALHO, F. J. C. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. Texto para Discussão CEPAL-Ipea, Brasília, n. 14, 2010.
- CARVALHO, F.J.C. *Liquidity preference and monetary economies*. New York: Routledge, 2015.
- CARVALHO, F. J. C. Is this ‘it’? An outline of a theory of depressions. *Revista de Economia Política*, v. 36, n. 3 (144), p. 451-469, 2016a.
- CARVALHO, F. J. C. On the nature and role of financial systems in Keynes’ entrepreneurial economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 3, p. 287-307, 2016b.
- DE BANDT, O.; HARTMANN, P. Systemic risk: a survey. In: GOODHART, C.; ILLING, G. (Orgs.) *Financial crisis, contagion and the lender of last resort: a book of readings*. Oxford: Oxford University Press, 2002, p. 249-98.
- DOW, J. What is systemic risk? Moral hazard, initial shocks, and propagation. *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, 2000.
- DOWD, Kevin. *The Experience of Free Banking*. London: Routledge, 1992, págs. 157-186.
- DURAN, Camilla V. A moldura jurídica da política monetária: um estudo de caso. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), 2012.
- FELKERSON, J. Andrew. (2012). “A Detailed Look at the Fed’s Crisis Response by Funding Facility and Recipient,” Public Policy Brief, No. 123, Levy Economics Institute of Bard College, 2012.
- FERREIRA, C. K. L. A Dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, 1ª ed.
- FERREIRA, Isaac S. M. Lei determina atuação complementar entre BC e FGC. Consultor Jurídico, 2012. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2012-jun-11/isaac-ferreira-lei-determina-atuacao-complementar-entre-bc-fgc/>. Acesso em 07/10/2023
- FREIXAS, X.; PARIGI, B.M.; ROCHET, J. Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank. *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio. Vol. 32, N°. 3., Parte 2: p. 611-638, Ago. 2000.

GOODHART, C. A. E. *The Evolution of Central Bank*. London: London School of Economics and Political Science, 1985.

GOODHART, C. A. E. Why Do Banks Need a Central Bank? *Oxford Economic Papers*. March 1987, 39:75-89.

HAYEK, Friedrich. *Denationalisation of Money: The Argument Refined: an Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. Institute of Economic Affairs, 1990.

HOVAKIMIAN, A.; KANE, E.J. Effectiveness of Capital Regulation at U.S. Commercial banks, 1985 to 1994. *The Journal of Finance*, vol. LV, n 1, 116 Feb. 2000.

IMF – International Monetary Fund. IMF Country Report no. 12/206 July 2012. Brazil: Financial System Stability Assessment. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12206.pdf> Acesso em 01/11/2023

KAUFMAN, G.G. Lender of last resort: A contemporary perspective. *Journal of Financial Services Research* 5 (2), 95–110, 1991.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983, cap. 12-17.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

MARTINS, N.M. Risco sistêmico, fragilidade financeira e crise: uma análise pós-keynesiana a partir da contribuição de Fernando Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Contemporânea*, 2020, 24(2): p. 1-25. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/37551/20564> . Acesso em: 01 Ago 2023.

MARTINS, N. M., TORRES FILHO, E. T., MACAHYBA, L. Os aspectos financeiros da crise do coronavírus no Brasil: uma análise minskyana. IE UFRJ Discussion Paper 013/2020. Rio de Janeiro, UFRJ, 2020. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2020/TD_IE_013_2020_MARTINS_TORRES%20FILHO_MACAHYBA.pdf . Acesso em 01/11/2023

MERTON, R. C. An Analytic Derivation of the Cost of the Deposit insurance and Loan Guarantees. An Application of Modern Option Pricing Theory. *Journal of Banking and Finance*, p. 3-11, 1977.

MINSKY, H. P. Financial intermediation in the money and capital markets. In: PONTECORVO, G.; SHAY, R. P.; HART, A. G. (Eds.) *Issues in banking and monetary analysis*. New York: Holt, Rinehart and Winston, p. 33-56, 1967.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to ‘standard’ theory. *Nebraska Journal of Economics and Business*, v. 16, n. 1, p. 5-16, 1977b.

MINSKY, H.P. The Financial Instability Hypothesis. Levy Economics Institute Working Paper, 74, 1992. http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_74.pdf. Acesso em: 14 Mai 2023.

MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. New York: McGraw Hill, 2008.

MISHKIN, F.S. Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective.”, World Bank, Washington DC, p. 29-62, 1996.

MOURA, Alkimar. R. Regulação nos mercados financeiros e de capitais no brasil: um sistema à prova de crises? In: LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua. Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil, São Paulo: Saraiva, 2012.

PAULA, L. F. R. A preferência pela liquidez e a natureza da "crise" brasileira. In: Ferrari-Filho, F.; Paula, L.F. (Ed.). A Crise Financeira Internacional: Origens, Desdobramentos e Perspectivas. São Paulo: Editora UNESP, 2012, P. 137-142.

PAULA, L. F. R.; ALVES JR, Antonio J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. Revista Análise Econômica. 21 (39): 137-162, 2003.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), 2011.

RIBEIRO, A. BB foi usado como bombeiro da crise. Jornal Valor Econômico, 24 nov, 2009, Finanças, p. C1.
<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/460103/noticia.htm?sequence=1&isAllowed=y> .Acesso em: 20/01/2024

ROCHET, J-C.; TIROLE, J. Interbank lending and systemic risk. Journal of Money, Credit, and Banking, v. 28, n. 4, p. 733-762, 1996a.

ROCHET, J-C.; TIROLE, J. Controlling risk in payment systems. Journal of Money, Credit, and Banking, v. 28, n. 4, p. 832-862, 1996b.

SANTOMERO, A.M.; HOFFMAN, P. Problem Bank Resolution: Evaluating the Options. The Wharton School. University of Pennsylvania. October, 1998.

SELGIN, George; WHITE, Lawrence H. How Would the Invisible Hand Handle Money?, Journal of Economic Literature, Vol. 32, Nº 4, Dez. 1994, págs. 1718-1749,

SMITH, Adam. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (1776), Livro II, capítulo 2, parágrafo final, pág. 286.

SOLOW, R. M. On the Lender of Last Resort. In C. P. Kindleberger and J. P. Laffargue (eds.), Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

THORNTON, H. An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain. 1802. Edited by F. A. Hayek. Fairfield: Augustus M. Kelley.

TORRES, M. J. R. A operacionalidade da política monetária no Brasil. Tese de doutorado. Instituto de Economia da UNICAMP. 1999.

TORRES FILHO, E. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO, A. C. & Oliveira Filho, L.C. (orgs.) Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

VASCONCELOS, Daniel de S. Regulação bancária, liquidez e crise financeira: uma análise da proposta de regulação de liquidez em Basileia III. Tese de doutorado. Instituto de Economia da UFRJ, 2014.