

OS BANCOS CENTRAIS COMO *LENDERS OF LAST RESORT* -história, teoria e arte de emprestar em último recurso-

Gentil Corazza*

Resumo

O texto pretende analisar a natureza das relações entre os bancos centrais e os bancos privados, através da teoria e das práticas da função de emprestador de último recurso. A idéia central é que o risco moral e o dinheiro de crédito criam relações de mútua dependência entre bancos privados e bancos centrais. Esta relação é definida tanto pela teoria clássica de Thornton e Bagehot como pela teoria moderna de Minsky, onde os bancos privados provocam a instabilidade financeira da economia e colocam frequentemente os bancos centrais em xeque. Os dilemas atuais da função de emprestar em último recurso continuam sendo os antigos dilemas do risco moral e do dinheiro de crédito, agora, porém tais dilemas foram ampliados pela globalização financeira, que criou um verdadeiro *free banking system* internacional, fora do alcance dos bancos centrais e sem uma autoridade monetária internacional que possa intervir como emprestador internacional de último recurso.

1. Introdução

O objetivo deste texto consiste em analisar a natureza das relações entre os bancos centrais (BC) e o sistema financeiro, através da evolução da teoria do emprestador de último recurso (*lender of last resort* - LLR). A idéia principal do texto é que a natureza do dinheiro de crédito, o papel de LLRs, e o "risco moral" definem as relações entre os BCs e os bancos privados como de mútua dependência. Em outras palavras, a natureza dessas relações é definida pela natureza do dinheiro de crédito. Por um lado, os bancos e o dinheiro de crédito, que eles criam, exigem um banco central como LLR. Esta é a razão de ser dos BCs. Por outro, a garantia da ação do LLR cria um "risco moral", que torna os BCs reféns das estratégias dos bancos privados. É neste sentido que os BCs e os bancos são mutuamente dependentes. Por fim, a crescente globalização financeira criou um verdadeiro sistema bancário privado internacional, que demanda um LLR internacional.

As crises bancárias do passado e do presente mostraram a incapacidade de auto-regulação dos bancos. A recorrência histórica e a natureza dessas crises se fizeram também acompanhar de um permanente debate teórico sobre a necessidade ou não de os bancos centrais atuarem como LLRs. De um lado, os antigos e modernos defensores da livre organização bancária negam a necessidade de LLRs, quer por acreditarem nas virtudes auto-reguladoras de um livre sistema bancário, quer por defenderem que a ação de LLR mina a disciplina do mercado sobre os bancos individuais, encorajando-os a praticarem sempre novas aventuras financeiras. De outro, os teóricos clássicos, como Thornton e Bagehot, e os modernos, como Minsky,

defendem a necessidade dos BCs atuarem permanentemente como LLRs. É a partir desse debate que vai se formando a teoria e se aperfeiçoando a prática dos BCs como LLRs.

Já na sua formulação clássica, a noção de LLR implicava uma posição de poder e, ao mesmo tempo, de dependência dos BCs em relação ao sistema bancário. Os princípios básicos da teoria clássica do LLR eram: emprestar sem limites, mas com taxas punitivas, a instituições solventes, que tivessem problemas temporários de liquidez.

A teoria moderna do LLR é elaborada a partir da análise de Minsky sobre as crises financeiras, nos Estados Unidos, nas décadas de 1970 e de 1980. Estamos, agora, não mais na vigência do padrão-ouro do século XIX ou do padrão dólar-ouro do Acordo de Bretton-Woods, mas em plena vigência de um padrão fiduciário de moeda inconvertível. Destaca-se aqui o papel estratégico que desempenham os bancos privados no processo de financiamento da economia capitalista. Sua agressiva busca de novas oportunidades de lucro transforma-os em forças instabilizadoras da economia. A iniciativa de criar novas formas de dinheiro de crédito pertence, cada vez mais, aos bancos comerciais, e os BCs, forçados a bancar o jogo privado, são constantemente colocados em xeque. Essa é a posição central de Minsky. O núcleo central da teoria moderna de LLR tem as características básicas de: abrangência, garantia de intervenção e inexistência de regras.

Os dilemas atuais da função de LLR dos BCs continuam sendo os antigos dilemas do "risco moral", já levantados por Thornton e Bagehot e reforçados por Minsky. Existe ainda o dilema colocado pela globalização da economia e dos mercados financeiros que criou um verdadeiro *free banking system* internacional, fora do alcance dos bancos centrais nacionais. Dessa forma, os BCs estão condenados a intervir como LLRs, pela própria natureza do dinheiro de crédito, privado e internacional.

Além desta Introdução, o texto compreende ainda os seguintes tópicos: 2. A teoria clássica de Thornton e Bagehot; 3. A visão de Keynes; 4. A teoria moderna de Minsky; 5. A dimensão internacional do *lender of last resort*; 6. Conclusão: a arte (de Sísifo) dos Bancos Centrais.

2. A teoria clássica de Thornton e Bagehot

Thornton foi o primeiro teórico dos BCs, e seus princípios foram

denominados por Schumpeter de "Carta Magna" dessas instituições. O contexto histórico em que Thornton formulou os princípios básicos da função de LLR dos BCs foram as crises bancárias de 1793 e de 1797 na Inglaterra. Seu esforço pioneiro foi fundamental para que o Banco da Inglaterra começasse a assumir responsabilidades públicas de BC, num período em que as regras do padrão ouro desencorajavam o desenvolvimento de funções típicas de um BC. Ao definir, como LLR, a função primordial de um BC, Thornton levantou questões fundamentais relativas àquele papel, que são ainda hoje motivo de controvérsias. Dentre tais questões, cabe destacar a distinção entre seus aspectos macro e seus aspectos microeconômicos, o possível conflito entre a função de LLR e a função de controle monetário do BC e o problema do "risco moral".

Thornton formulou a teoria clássica dos BCs, que poderia ser resumida na seguinte frase: "O banco central de emissão é o banco dos bancos". É em Thornton e não em Ricardo que podemos encontrar a exposição da doutrina clássica inglesa sobre o crédito, sobre os bancos e sobre o BC. Sua teoria sobre esses temas foi formulada num período em que havia sido suspensa a conversibilidade em ouro dos bilhetes do Banco da Inglaterra e de outros bancos provinciais de emissão. Esses bilhetes eram, então, papel moeda de curso forçado. A suspensão da conversibilidade durou de 1797 a 1819. Foi nesse período e nessas condições que o Banco da Inglaterra começou a se transformar em banco dos bancos, ou seja, em banco central.

Para Thornton, o Banco da Inglaterra (BI), pela posição central que ocupava no mercado monetário de Londres, devia assumir um comportamento diferente em relação ao dos demais bancos nos pânico e corridas bancárias. Nessas situações, os bancos procuram reforçar suas reservas, encurtando empréstimos à economia, mas o BC, como fonte última de liquidez, deve atuar em sentido contrário, expandindo a emissão de suas notas e os seus empréstimos ao sistema bancário. Essa é uma função pública, porque obedece a uma lógica diferente daquela que guia o comportamento dos bancos privados durante uma crise.

Esse princípio da função de LLR Thornton extraiu da observação do comportamento dos bancos privados e do BI nas crises de 1793 e 1797. O que Thornton observou? Primeiro, que os bancos provinciais não corriam para trocar seus bilhetes por ouro diretamente, mas pelos bilhetes do BI; e, segundo, que este, em vez de aumentar suas emissões para atender o aumento da demanda, atuava em sentido contrário, reduzindo a oferta dos mesmos. "O Banco da Inglaterra havia reagido

contra estes acontecimentos, restringindo suas emissões e deixando sem socorro a economia em perigo." (Thornton, apud Rist, 1945: 425). Ou seja, o Banco teve um comportamento de um banco privado e não de um banco público, ou de um banco "nacional", como o denominava Thornton. Os bancos privados, numa crise, buscam apoio não em suas próprias reservas de ouro, mas num banco "nacional" e nos seus bilhetes. É a partir dessa situação que começam a se criar obrigações típicas de um BC.

A crise de 1797 só foi acalmada com a intervenção do Governo, através da emissão de Bônus do Tesouro. Thornton lembra que só esta notícia foi suficiente para criar uma sensação de solvência geral e que a crise se acalmou antes mesmo que metade dos Bônus fosse utilizada.

Quais são, então, as características de um BC e quais suas conseqüências para o sistema bancário como um todo? Thornton responde que:

"O estabelecimento de um grande banco público tem uma tendência a promover a instituição de bancos privados. O banco público, obrigado a prover-se, a si mesmo, de moeda para seus próprios pagamentos, transforma-se numa reserva de ouro, à qual os bancos privados podem acudir para prover suas próprias necessidades, sem dificuldades e sem prazos" (Thornton, 1802: 38, Apud: Rist, 1945: 426).

Duas conseqüências decorrem desse fato. Primeiro, que os bilhetes do Banco da Inglaterra passaram a ocupar o lugar do ouro e, por isso, eram procurados para acalmar o pânico em tempos de crise. Adam Smith havia defendido que a maior procura de resgate dos bilhetes de banco por ouro era sinal de excesso de emissão e que, portanto, a solução da crise seria alcançada com uma redução do crédito. Thornton, ao contrário, afirma que toda a redução de bilhetes, em vez de solucionar a crise, só aumenta as dificuldades. A segunda conseqüência da existência de um banco "público" ou "nacional" é que os bancos privados, em vez de conservarem suas próprias reservas de ouro, procuraram conservar bilhetes do BI. Foi dessa forma que ele se transformou, aos poucos, em banco central de emissão e, em conseqüência, em banco central de reserva do país.

O trabalho de Thornton foi pioneiro, ainda, em realçar a natureza macroeconômica da função de LLR dos BCs, ou seja, afirmava que a responsabilidade do LLR se referia ao sistema bancário como um todo, e não aos bancos individuais. É preciso lembrar que autores atuais, como Goodhart (1985), sustentam ponto de vista oposto, ou seja, que a função de LLR é uma função microeconômica, ou seja, que visa garantir a liquidez de cada banco individualmente.

Já Aglietta (1992a), lhe atribui uma dimensão sistêmica. De acordo com Thornton, os bancos insolventes deveriam quebrar, pois entendia que o interesse público é mais bem defendido quando os bancos ineficientes quebram, do que quando o BC lhes presta socorro. A intervenção só deveria atingir bancos individuais, quando se percebesse que sua quebra poderia contagiar todo o sistema monetário. De certa forma, essa observação poderia ser entendida como um prenúncio da teoria do *to big to fail*, que analisaremos adiante.

Thornton não via contradição ou conflito entre a responsabilidade do Banco da Inglaterra como controlador da emissão de moeda e sua função como LLR, pois distinguia claramente o objetivo, de longo prazo, de um crescimento estável de papel-moeda e a assistência temporária às crises de liquidez. Ele também não atribuía ao LLR um papel preventivo nas crises. O LLR existe não para prevenir choques, mas para neutralizar seus efeitos secundários, bombeando liquidez e, assim, impedindo que eles contagiem todo o sistema. Thornton procurava corrigir o "risco moral" associado à função de LLR, não socorrendo aos bancos ineficientes, pois eles deveriam ser punidos com as perdas e não serem beneficiados com o socorro do LLR.

Concluindo, para Thornton, a ação do LLR é necessária para garantir não apenas o meio circulante, mas, principalmente, o funcionamento da economia, o nível do emprego e do produto. Se não houver um aumento de emissão, para atender a essa demanda durante a crise, a contração monetária acaba afetando as atividades econômicas.

Depois de Thornton, a contribuição mais importante para a teoria do LLR veio com a obra clássica de Walter Bagehot, *Lombard Street*, em 1873. Seguindo Thornton, ele ressaltou a posição especial do Banco da Inglaterra, como detentor último das reservas bancárias e de ouro, o que o diferenciava dos demais bancos, pois lhe dava não só o poder, mas também a obrigação, de garantir a qualidade do dinheiro de crédito e, dessa forma, a saúde do sistema bancário. Seguiu Thornton na necessidade de manter reservas de ouro suficientes para garantir o padrão ouro e a confiança do público na conversibilidade do papel-moeda. Entretanto Bagehot avançou pontos importantes para o aperfeiçoamento da teoria de LLR, principalmente ao propor o uso da taxa de juros para regular os fluxos interno e externo de ouro e ao propor a *penalty rate* para regular a liquidez de última instância.

O principal acontecimento do período entre Thornton e Bagehot, que marcou o desenvolvimento das idéias sobre o Banco da Inglaterra, foi, sem dúvida, o *Banking*

Act, de 1844, que separou o Banco da Inglaterra em dois departamentos: o Departamento de Emissão e o Departamento Bancário. Essa lei, que conferiu o monopólio de emissão ao Departamento de Emissão, mas o submeteu a regras precisas, consagrou, na realidade, a vitória das idéias da *Currency School* sobre a *Banking School*. Embora o monopólio de emissão pareça ter fortalecido o Banco da Inglaterra como BC, na realidade, debilitou-o, ao transformar seu Departamento Bancário em um simples banco comercial e, como tal, sem as reservas necessárias para atuar como LLR. Residia nesse ponto a principal crítica de Bagehot à Lei Bancária de 1844.

Essa lei, além de limitar suas ações práticas, também contribuiu para abafar o debate que vinha se travando em torno das responsabilidades públicas do Banco da Inglaterra. Através de um processo de erros e acertos, o Banco vinha adquirindo uma racionalidade diferente da dos bancos comerciais. Agindo contra essa Lei, ele estava assumindo as responsabilidades de LLR, como ocorreu nas crises de 1847, 1857 e 1866. "Por mais de cinquenta anos - de 1793 a 1844 - houve animada discussão relativa aos deveres públicos do Banco" (Bagehot, 1968: 106). Bagehot reconhecia esta atuação prática do Banco nas crises, mas era importante que a Junta de Governadores assumisse publicamente as responsabilidades do Banco, pois esta postura era fundamental para a estabilidade do sistema de crédito.

Em *Lombard Street*, afirma ele que: "O dinheiro não se administra por si mesmo e Lombard Street tem muito dinheiro a ser administrado." (Bagehot, 1968: 33). Nesta afirmação, Bagehot coloca o ponto principal de sua visão teórica e também o problema maior de suas preocupações. *Lombard Street* resume o mercado monetário de Londres, que concentrou, naquela segunda metade do século XIX, não só o ouro e o dinheiro, mas também o poder econômico do Mundo. Londres transformara-se na verdadeira Câmara de Compensação da Europa, e o Banco da Inglaterra, através do seu Departamento Bancário, no verdadeiro caixa de reserva do Mundo. No entanto, esse Departamento se comportava como se fosse um simples banco comercial, conservando um mínimo de reservas.

Para Bagehot, a peça-chave da confiança no sistema de crédito é a quantidade de reserva dos bancos em relação às suas obrigações. Acontece que os bancos não conservam reservas muito superiores ao que necessitam para suas operações diárias, ficando, portanto, em períodos de crise, na completa dependência do Banco da Inglaterra, para atender a qualquer demanda adicional. Daí sua advertência: "E nisto,

certamente, há um risco considerável. Por três vezes, a Lei Peel deixou de ser aplicada, porque o Departamento Bancário estava exausto" (1968: 39). Bagehot refere-se às crises de 1847, 1857 e 1866 e continua: "De fato, em nenhum desses anos, o Departamento Bancário do Banco da Inglaterra poderia ter sobrevivido, sem que tivesse violado a lei" (1968: 39). Toda a luta prática de Bagehot se travava com a Junta de Governadores, que relutava em reconhecer explicitamente a responsabilidade do Banco, em face de todo o sistema de crédito montado ao redor dele.

O BI sofreu grandes pressões durante o processo de sua transformação em BC. De um lado, a pressão da opinião pública, "(...) porque a nação muito aprendeu com os numerosos pânicos", exigia que o Banco guardasse uma reserva volumosa como garantia da estabilidade de todo o sistema de crédito. De outro, "(...) uma pressão menos visível, embora igualmente constante, pressiona os diretores em direção precisamente contrária e os induz a diminuir a reserva". Esse jogo de pressões expressa o conflito básico, entre sua natureza privada e sua função pública, sofrido pelo BI durante sua metamorfose de banco comercial em banco central.

Além da necessidade de o Banco assumir formalmente sua função pública, Bagehot se preocupou em estabelecer-lhe princípios e regras práticas de ação. Quais são esses princípios? Emprestar livremente e sem limites, a uma taxa punitiva, esta é a regra básica de Bagehot, que define a função do LLR.

Qual a função da taxa punitiva? Ela está associada, primeiramente, à necessidade de racionalizar a escassez de reservas; além disso, ela tem a função de garantir a equidade distributiva, ou seja, que os bancos devem pagar caro pela proteção e segurança que recebem do LLR. Além da eficiência alocativa e da justiça distributiva, Bagehot atribui outros resultados benéficos decorrentes da taxa punitiva: primeiro, ela reforça o nível das reservas de ouro, ao encorajar a importação e desencorajar a exportação do metal; segundo, ela tem o efeito de reduzir a expansão emergencial de emissão, ao forçar o mais rápido pagamento dos empréstimos, pois não seria vantajoso pagar taxas acima das de mercado; por último, a taxa punitiva força os bancos a esgotarem os recursos do mercado antes de recorrerem ao LLR, qualificando, assim, o socorro do BC realmente como *last resort*.

Outro ponto importante da formulação de Bagehot refere-se ao caráter macroeconômico da função de LLR, como já havia apontado Thornton. O LLR é responsável pela liquidez do mercado e não por uma instituição particular. É dessa forma que Bagehot pensa evitar o "risco moral" associado ao socorro de liquidez às

instituições em dificuldade. Nesse ponto, ele não se diferencia de Thornton, que também pregava a quebra dos bancos insolventes. A diferença de Bagehot está em ter proposto uma taxa punitiva de juros, para desencorajar a indisciplina das instituições, devido à garantia do socorro do BC.

Finalmente, se, por um lado, Bagehot soube apoiar toda a fragilidade do sistema financeiro sobre um recurso de última instância, por outro, teve consciência também da fragilidade deste último recurso; por isso, não deixou de ressaltar a necessidade de uma política que cuidasse da saúde dos bancos individuais, como forma de aliviar a necessidade do socorro central.

Podemos concluir, dizendo que, já na formulação clássica, o "risco moral" aparece como inerente à função de LLR, ou seja, a garantia do socorro do BC enfraquece a disciplina do mercado e encoraja práticas bancárias sempre mais arriscadas. Esse problema clássico, analisado por Thornton e Bagehot, é também o problema moderno, analisado por Minsky e por outros autores atuais.

2. A visão de Keynes

Embora Keynes não tenha tratado expressamente da teoria do LLR em sua obra, ele analisou profundamente as relações entre os bancos centrais e os bancos privados em seu *Treatise on Money*. É com base nesta obra de Keynes que faremos nossa análise da visão de Keynes sobre o papel dos BCs como LLR. Antes de tudo, porém, cabe perguntar por que Keynes não mencionou expressamente a Teoria de Thornton e Bagehot sobre a função de emprestador de última instância dos bancos centrais? Nossa suposição é que ele não concebia a função de LLR como sendo diferente da função de redesconto dos BCs, pois, para Keynes, através da taxa de redesconto, os BCs exercem um controle absoluto sobre o poder de criar dinheiro de crédito dos bancos, não precisando atuar, por isso, como emprestadores de última instância.

Com efeito, para Keynes, os BCs só podem administrar o sistema monetário como um todo, se eles tiverem um "controle inquestionável" sobre o volume total da moeda bancária criada pelos bancos membros do sistema. Por outro lado, diz Keynes, como a criação do crédito bancário é determinada pelo montante das reservas dos bancos, os BCs só controlam os bancos se puderem controlar o volume de suas reservas. E isto efetivamente os BCs podem fazer através da fixação da taxa de juros

de curto prazo, pois "(...) é amplamente verdade que o que governa todo o sistema é a taxa de redesconto." (Keynes, 1973: 189).

Para Keynes, portanto, o grau de controle dos BCs sobre seus bancos membros dependia fundamentalmente de seu poder para controlar o volume das reservas bancárias. E a política de redesconto foi o principal instrumento usado pelo Banco da Inglaterra para controlar essas reservas, antes da Primeira Guerra mundial. Depois do conflito, porém, ele passou a usar também a política de mercado aberto. Sobre esse novo instrumento Keynes afirma que:

"Esse método - visto enquanto método - me parece o ideal. Em combinação com as peculiaridades do sistema britânico, já descritas, ele possibilita ao Banco da Inglaterra **manter um controle absoluto** sobre a criação de crédito pelos bancos membros - num grau tal que não existe em nenhum outro sistema monetário. O Banco da Inglaterra desenvolveu o método perfeito de transferir para a autoridade central o controle completo dos membros do sistema bancário do país (grifo nosso)." (Keynes, 1973: 206-7).

Podemos agora tornar mais claras as condições institucionais que permitiam a Keynes considerar possível o "controle absoluto" do crédito bancário: o controle do volume das reservas bancárias e das taxas de câmbio por parte dos bancos centrais e o domínio do sistema bancário na criação do dinheiro de crédito.

Essas condições, no entanto, alteraram-se profundamente no período posterior à Segunda Guerra e especialmente nas últimas décadas, de modo que o sistema bancário já não opera sob as restrições descritas por Keynes. Victória Chick (1994) mostra como sua evolução tornou irrelevantes as reservas bancárias, peça-chave do controle do crédito para Keynes. Antes, eram efetivamente as reservas que constituíam as bases para os empréstimos dos bancos: "Os bancos eram, pois, dependentes dos depósitos para formar reservas e das reservas para obter capacidade para emprestar." (Chick, 1994: 11). Nesse estágio, eles mantinham uma atitude quase passiva em relação à busca de fontes de novas reservas, pois estas chegavam ao sistema bancário como resultado das preferências do público, ou seja, as reservas constituíam variáveis autônomas para os bancos. Num estágio posterior, que Victoria Chick sugere ter se completado no decorrer da década de 1970, "as reservas praticamente deixam de constituir-se em um fator restritivo do comportamento dos bancos". Os bancos respondem à demanda por empréstimos e a falta de reservas pode ser suprida pelo sistema. "Esse mecanismo tem sido usado na Inglaterra com frequência suficiente para que o Banco da Inglaterra seja referido como 'emprestador de última instância'" (Chick, 1994: 14). E acrescenta:

"O princípio do prestador de última instância está agora firmemente estabelecido mesmo para situações muito menos agudas do que aquelas em que Bagehot (1873) recomendava seu uso. Colocando a questão de outra maneira, o Banco Central já aceitou totalmente a responsabilidade pela manutenção da estabilidade do sistema bancário." (Chick, 1994: 13).

Mas essa evolução do sistema bancário não parou aqui, pois, até esse ponto, todas as mudanças ocorridas se referiam aos ativos dos balanços dos bancos. Com a política de administração dos seus passivos, adotada fortemente a partir da década de 1970, os bancos deram mais um passo decisivo em direção a uma sempre maior autonomia em relação aos bancos centrais. Essas mudanças, que alteraram as condições da efetividade da política monetária definida por Keynes, são descritas por Miranda da forma seguinte:

"A predominância de mercados financeiros internacionalizados com capacidade de emitir moedas privadas, a perda de hegemonia do sistema bancário no circuito financeiro, a inexistência de uma estrutura temporal diferenciada segundo a natureza dos ativos e a flutuação cambial comandada pelo mercado de divisas privado dissolvem as pré-condições histórico-institucionais presentes na teoria monetária *keynesiana* e a aplicabilidade dos preceitos de política econômica, dela derivados, à gestão da riqueza capitalista pelos estados nacionais contemporâneos" (Miranda, 1992: 360-61).

Com essas mudanças, alteraram-se também as bases das relações entre os bancos centrais e os bancos privados, reforçando-se por consequência a necessidade de sua atuação como prestadores de última instância. Este papel dos BCs será fortemente acentuado nas crises bancárias das décadas de 1970 e 1980, conforme poderemos ver, a seguir, na análise de Minsky.

4. O teoria moderna de Minsky: Wall Street, um mundo de papel.

O cenário de Minsky é Wall Street, coração financeiro da economia norte-americana e da economia mundial. O sistema monetário já não é mais o do padrão-ouro, mas o de um padrão fiduciário de moeda inconvertível, onde um sofisticado sistema financeiro, dotado de uma variada gama de ativos, desempenha um papel fundamental na dinâmica da economia.

Em Minsky, a ação do BC está estruturalmente articulada à instabilidade financeira da economia capitalista, provocada pelo processo endógeno de criação de dinheiro de crédito pelos bancos. Nesse sentido, enquanto parte integrante do sistema

financeiro, a ação do BC possui uma dimensão endógena e, como tal, está submetido à lógica financeira do sistema. Mas, por outro lado, o BC é também uma instituição estatal exógena e, por isso, pode impor limites às ações instabilizadoras dos bancos. No entanto, o poder estabilizador do LLR não é absoluto, pois está articulado à instabilidade da economia e da finança, que acompanha o ciclo dos negócios. Esta parece ser a natureza da ação de *last resort* do BC, conforme Minsky.

Na análise do pensamento de Minsky sobre o LLR, procuramos mostrar, primeiro, por que a ação dos bancos no processo de financiamento da economia é uma força instabilizadora e, depois, analisar a natureza da ação de LLR, seu alcance e seus limites para controlar a instabilidade financeira e, assim, estabilizar a economia.

A "hipótese da instabilidade financeira" de Minsky não é apenas uma teoria da instabilidade financeira, mas, fundamentalmente, uma teoria da instabilidade econômica. Através de sua "hipótese", Minsky quer mostrar que instável é a economia capitalista e não apenas o sistema financeiro.

Para Minsky, a essência da atividade bancária consiste em financiar, criar e quitar dívidas, criar e destruir dinheiro de crédito, com o objetivo de obter lucro. Nesse sentido, dizer que a economia capitalista é essencialmente monetária, que sua natureza é financeira ou que é uma economia de dívidas é a mesma coisa. O dinheiro é criado no processo financeiro, através do crédito adiantado pelos bancos às empresas capitalistas. O volume de crédito não depende de um estoque de moeda metálica, como afirmavam Thornton e Bagehot, mas, ao contrário, a criação de moeda é o resultado da maior ou menor acomodação por parte do BC à criação do crédito bancário. O processo de financiamento é um processo de criação de dinheiro, de emissão de dívidas. A finança é o princípio, o fundamento da atividade econômica capitalista. Financiar significa criar uma dívida, oferecer um crédito. Essa é a essência da atividade bancária, para Minsky.

Dessa forma, Minsky situa os bancos, a finança, a dívida e o dinheiro no coração da economia capitalista. O ponto de partida da elaboração teórica de Minsky não é uma "economia de feira de aldeia", mas Wall Street, o coração financeiro da economia americana. Como ele vê essa economia a partir de Wall Street?

"Olhando para a economia, a partir de uma sala de comando de Wall Street, vemos um mundo de papel - um mundo de dívidas a pagar, hoje e no futuro. (...). A viabilidade deste mundo de papel repousa sobre os fluxos de caixa (...) que as organizações de negócios, as famílias e os órgãos governamentais, (...) recebem, como resultado do processo de geração de renda." (Minsky, 1982: 63).

A economia capitalista é, então, uma economia que funciona na base da criação de dívidas que precisam ser pagas, de um dinheiro que precisa ser validado pelo processo produtivo. O papel instabilizador dos bancos decorre do fato de que eles não são meros intermediários financeiros, mas verdadeiras corporações capitalistas, sedentas de lucros. Quando emitem dívidas ou criam dinheiro, para financiar as atividades empresariais, não visam o financiamento em si mesmo, mas ganhar dinheiro, fazer lucros financiando e emitindo dinheiro de papel. Ou, como define Minsky, "os bancos são mercadores de dívidas". Dessa forma: "*Banking*, ou seja, o financiamento da propriedade dos ativos e do investimento, é o fenômeno crítico desestabilizador." (Minsky, 1982: 86).

Para Minsky, então, a instabilidade financeira está associada ao ciclo dos negócios e, portanto, não decorre de fatores exógenos ou de erros da política do governo, mas é um resultado normal do processo de financiamento realizado pelos bancos. O processo de acumulação depende, assim, da finança, da criação de dinheiro e de dívidas, ou seja, de relações de financiamento ou de arranjos financeiros fornecidos pelos bancos. A instabilidade está associada ao tipo de finanças existentes na economia, e estas, ao ciclo dos negócios, no decorrer do qual uma finança sadia pode se transformar em uma finança especulativa e frágil. Com efeito, a estabilidade da economia depende da qualidade das finanças. Um peso maior das finanças sadias indica maior estabilidade, enquanto um peso crescente das finanças especulativas indica uma crescente suscetibilidade da economia para a instabilidade financeira. Desse modo, a hipótese da instabilidade financeira teoriza como a economia capitalista gera endogenamente estruturas financeiras susceptíveis a crises a partir do funcionamento normal dos mercados financeiros. Dessa forma, a "hipótese da instabilidade financeira", de Minsky, se transforma em uma teoria da instabilidade da economia capitalista: eiras. Minsky, aliás, o diz expressamente:

"[A] hipótese da instabilidade financeira é mais claramente uma teoria do comportamento cíclico de uma economia capitalista (...). Isto é, a hipótese da instabilidade financeira implica uma teoria do investimento do ciclo dos negócios e uma teoria financeira do investimento." (Minsky, 1982: 95).

Nessa perspectiva, não parece haver contradição, quando Minsky afirma ora que o investimento ora que a finança dá o ritmo à economia, pois o investimento depende da finança, num primeiro momento, e esta daquele, num segundo.

Portanto, poderíamos dizer que a finança dá o ritmo do investimento, e o

investimento dá o ritmo da economia. Merece ser salientado que a ação de financiamento, o *banking*, a finança ou o dinheiro de crédito colocam, pela sua própria natureza, a necessidade de uma ação de *last resort*, que constitui a essência da ação de um BC. Embora essa ação de *last resort* seja mais intensa em momentos de crise, é ela que define o BC como uma espécie de "retaguarda" financeira permanente, exigida pela natureza do dinheiro de crédito.

A teoria de Minsky pode se melhor compreendida através de sua análise da transição cíclica sofrida pela economia norte-americana e da ação do Fed nas décadas de 1960 e 1970. Com efeito, na análise de Minsky, a economia norte-americana passou, de uma situação de estabilidade, após a Segunda Guerra, para uma situação de instabilidade, a partir da segunda metade da década de 60. Essa transição se define como um amplo processo de inovações financeiras, que alterou as bases do relacionamento entre o Fed e os bancos, exigindo sua intervenção, como *last resort*. Para analisá-la, Minsky divide o período em duas partes: a primeira, que vai de 1946 a 1966 e a segunda, de 1966 em diante.

O período 1946-66 representou uma fase de prosperidade dos negócios e de tranqüilidade financeira: nenhuma ameaça séria de crise, ou, na linguagem de Minsky, um período de "finança sadia". A partir de 1966, com essa substituição de dívida pública por dívida privada, caracterizando um comportamento especulativo dos bancos, iniciou-se um período de grande turbulência financeira.

Nesse período, ocorreram pelo menos quatro corridas sérias no mercado financeiro; em cada uma delas, um instrumento ou uma instituição, que havia se expandido rapidamente no período anterior foi o foco do distúrbio e exigiu a intervenção do BC como LLR.

Como se caracterizaram essas intervenções? Diferentemente das formas de intervenção prescritas por Thornton e Bagehot no século XIX, Minsky relata que o conceito moderno de LLR implica que o BC não atua sozinho nessas crises; ele mobiliza os demais bancos, formando uma verdadeira rede de socorro às instituições com problemas de liquidez. Em que consiste essa operação de socorro? Basicamente em fixar um piso mínimo para os ativos dessas instituições. Minsky afirma que o Fed pode agir como LLR, na medida em que a moeda fundamental da economia é uma obrigação que ele mesmo emite, cujo valor se funda no poder de tributação do Estado. É essa condição que garante a aceitação geral do dinheiro emitido pelo BC. Por outro lado, através dessas intervenções no sistema financeiro como LLR, o BC, ao validar

uma nova prática bancária ou um novo instrumento, altera as bases de seu relacionamento com os bancos privados e, como consequência, enfraquece seu poder de controle sobre os bancos e suas práticas.

As considerações anteriores sugerem elementos importantes para se entender a ação do BC como *lender of last resort*. Minsky (1986: 223) reconhece que "(...) a gestão do dinheiro tornou-se mais complexa, em consequência do turbulento período posterior a 1960 (...)." Ela tornou-se mais complexa e difícil, porque os bancos, em sua busca desenfreada por novas oportunidades de lucros, adotaram comportamentos cada vez mais agressivos, mais expostos a riscos e mais instabilizadores e, conseqüentemente, colocaram o BC em xeque: ele não pode fugir de sua responsabilidade de LLR. A iniciativa de criar dinheiro pertence primeiramente aos bancos, às instituições financeiras e às próprias firmas, passando o BC a desempenhar, cada vez mais, a função de *last resort*.

O fortalecimento da função de LLR é, para Minsky, o resultado de uma série de mudanças ocorridas na economia norte-americana e mundial, nas últimas décadas. No entanto, esta situação não é nova para o Fed, pois Minsky ressalta que "a criação de uma função de LLR era o objetivo maior da legislação que estabeleceu o *Federal Reserve System*, em 1913", mas esse objetivo original foi subvertido pela visão de que sua função primordial e dominante é o controle da oferta monetária em sentido estrito. As instituições que compõem o BC americano, criadas para conter desordens financeiras, "agora são escravas de uma teoria econômica que nega a existência de tais condições". As autoridades monetárias, em geral, aceitam a versão de que é suficiente controlar a oferta de moeda, mantendo seu crescimento a uma determinada taxa, e ignoram as relações financeiras pelas quais os fenômenos monetários afetam a economia. Essa teoria sustenta que a instabilidade se deve principalmente ao esforço de conter e evitar a própria instabilidade.

Entretanto, o processo financeiro, conduzido pelos bancos, torna ineficaz o controle estrito da oferta de dinheiro. Por isso, Minsky reafirma a necessidade de uma teoria econômica que entenda a instabilidade como um resultado do funcionamento do sistema financeiro e não como decorrência dos erros da política governamental.

"Como consequência, não há barreiras efetivas de mercado à expansão dos bancos e, assim, ao seu impacto desestabilizador sobre a demanda. Sempre que as autoridades agem para restringir o crescimento monetário durante uma forte expansão, perigos de crises financeiras aparecem e as autoridades são forçadas a intervir, para proteger a viabilidade dos bancos (...). **Dessa maneira, os bancos forçam a mão das autoridades monetárias; o crescimento monetário que apóia a inflação é o resultado**

da forma como o impulso à deflação da dívida é abortada". (grifos nossos) (Minsky, 1986: 243).

Além disso, como os bancos se financiam através das operações de mercado e não mais através da janela de desconto, o BC tem dificuldade para conhecer antecipadamente as situações críticas dos bancos, de modo a poder corrigí-las de forma preventiva: "A erosão das bases do capital líquido dos bancos, o desenvolvimento da gestão dos passivos dos bancos e o grande uso de passivos ocultos são virtualmente ignorados antes que os mercados financeiros tendam a quebrar." (Minsky, 1986: 251).

Para controlar os efeitos disruptivos dos bancos, é necessário "guiar e controlar a evolução dos usos e práticas financeiras". Mas, adverte Minsky, "os inovadores sempre estarão na frente dos reguladores", pois "as autoridades não podem evitar que ocorram mudanças na estrutura dos *portfolios*. Na verdade, para que o Fed possa ampliar sua capacidade de controle sobre os bancos, Minsky propõe a volta da janela de desconto, como principal fonte de seu financiamento, pois se os bancos financiarem suas reservas no mercado-aberto, eles estarão virtualmente imunes a pressões do BC.

Resumindo, Minsky compara as relações entre o BC e os bancos a um jogo, cuja iniciativa e resultado pertencem a estes últimos:

"Neste jogo as autoridades impõem regulações (...) e os bancos inventam e inovam no sentido de enganar as autoridades. (...) Este é um jogo viciado. (...) Os banqueiros, em busca de lucros, quase sempre vencem seu jogo com as autoridades, mas ao vencer, a comunidade bancária desestabiliza a economia." (Minsky, 1986: 250).

A evolução das práticas bancárias e a troca das operações de desconto pelas de mercado aberto alteraram as bases das relações entre os BCs e os bancos privados. Os BCs reforçariam seu poder de controle, na medida em que suas obrigações fossem a moeda básica da economia. Mas as inovações financeiras criam novos instrumentos que tornam quase dispensável a moeda central. Isso não significa que Minsky aceita a endogeneidade total da criação de moeda. Ao contrário, para ele, há uma diferença clara entre o dinheiro emitido pelos BCs e o dinheiro de crédito dos bancos privados.

Qual a principal conclusão da análise de Minsky sobre o BC como LLR? Embora ele mencione a atuação estabilizadora endógena do BC em relação ao sistema financeiro, não deixa de acentuar também sua intervenção exógena, pois o BC, além de banco dos bancos, é também parte da estrutura governamental.

Por um lado, o BC participa da estrutura operacional do mercado financeiro, onde atua com uma variedade de ativos, e como tal fortalece sua ação estabilizadora endógena, através do "peso" de seus ativos e de seu passivo na estrutura do sistema financeiro. Por outro, como parte do governo, possui certa autonomia para impor restrições, principalmente através da manipulação da taxa de juros de curto prazo. Mas, essa autonomia e esse instrumento também têm seus limites, na medida em que podem provocar uma crise financeira, o que exige uma ação de LLR. E assim, "o Federal Reserve intervém para conter o que ele mesmo desencadeou" (Minsky, 1982: 199).

Minsky propõe, então, como último recurso disponível no arsenal de instrumentos de um banco central, para impor restrições ao poder monetário dos bancos, a própria manipulação da incerteza: "Assim, instabilizar (*disrupting*) os mercados financeiros pode ser um instrumento necessário da política monetária." (Minsky, 1982: 187). Esta afirmação de Minsky, antes de significar um instrumento efetivo de ação dos BCs, estaria expondo todas as contradições envolvidas na função de LLR, e, dessa forma, apontando para os limites do poder regulatório dos próprios BCs.

É através desse jogo paradoxal que Minsky confia nas instituições e na política para estabilizar uma economia, que é intrinsecamente instável. "[As] instituições e a política podem conter a instabilidade. Nós podemos, por assim dizer, estabilizar a instabilidade." (Minsky, 1986: 10)

5 - A dimensão internacional do *lender of last resort*

Observamos anteriormente que a eficácia das políticas domésticas dos BCs está fortemente condicionada pelo contexto das finanças internacionais. A estabilidade interna passa, de alguma forma, por algum tipo de ação reguladora a nível internacional. Por outro lado, a globalização dos mercados também permite que a instabilidade interna de um país afete a economia e a finança internacionais. Por isso, como acentua Kindleberger (1992: 231), a "propagação internacional das crises financeiras", fato recorrente nos últimos anos, exige um LLR internacional. Quais seriam as possibilidades e a forma desse organismo?

O principal problema, para a existência e atuação de uma autoridade monetária internacional, reside tanto na questão das soberanias monetárias nacionais,

como na hegemonia imperial dos Estados Unidos.

Para analisar esta questão, faremos, primeiro, um breve apanhado histórico das ações de LLR a nível internacional e, depois, uma análise das perspectivas de um LLR internacional na atual conjuntura.

Como relata Kindleberger (1992), a primeira ação de socorro internacional ocorreu já no momento de criação do primeiro banco central, o Banco da Inglaterra, em 1694. Tratava-se de um empréstimo de dois milhões de florins contraído junto ao *States General*, da Holanda, para ajudar o Tesouro Britânico durante a Guerra dos Nove Anos. Nos anos 1695-97, Amsterdam continuou auxiliando o Banco da Inglaterra, embora, essa ajuda tivesse mais o caráter de um negócio privado do que o de um bem público.

A retribuição ocorreu durante as crises de 1763 e 1772, quando o Banco da Inglaterra e os banqueiros privados de Londres socorreram bancos holandeses em dificuldade. Na crise de 1825, o Banco da França socorre o Banco da Inglaterra, enviando ouro a Londres. Novamente na crise prolongada de 1836-39, o Banco da Inglaterra recebe ajuda do Banco da França e também de banqueiros de Hamburgo. Já na crise de 1846 foi a vez de o Banco da França socorrer-se de empréstimos junto ao Banco da Inglaterra e a banqueiros ingleses. Na década de 1850, houve menos cooperação internacional. O exemplo mais notável foi a negativa de socorro aos bancos de Hamburgo, durante a crise de 1857, feita pelos bancos centrais e privados de quase toda a Europa. A ajuda só veio, em dezembro daquele ano, através dos bancos de Viena. A crise de 1873 não registrou ação de socorro internacional, mas, na crise de Baring, em 1890, o Banco da Inglaterra, além da garantia nacional de socorro ao *Baring Brothers*, montou uma operação de ajuda internacional junto aos Bancos da França e da Rússia.

Por vezes sucessivas, lembra Denise (2001: 416), “em 1839, 1848, 1857, 1866, 1873, 1890, 1907, estas crises foram resolvidas de forma coletiva, pela ação – senão cooperativa, pelo menos simultânea – dos bancos centrais e de bancos comerciais, agindo por conta de instituições estrangeiras”. Na verdade, “tratava-se de arranjos bilaterais *ad hoc*, para transferir liquidez em caso de necessidade, mas é difícil de falar em cooperação na base de uma tomada de consciência de um bem público a preservar”. (Denise, 2001: 422). Nessas ações, o Banco da França dispunha de uma margem de manobra maior que o Banco da Inglaterra, devido ao seu acúmulo de reservas de ouro e às restrições regulamentares menos rígidas a que estava

submetido.

Na crise de 1920-21, não houve ações de LLR a nível internacional. A crise de março de 1931, provocada pelo colapso do *Credit Anstalt*, afetou toda a Europa e terminou com a suspensão da conversibilidade da libra, em setembro do mesmo ano. Devido à sua dimensão internacional, ela acentuou a necessidade de um organismo estabilizador a nível internacional.

Dois elementos destacam a dificuldade de ação de um LLR internacional nesses episódios: a crise de hegemonia sofrida pela Inglaterra e a postura hesitante dos Estados Unidos em assumir seu papel de liderança. A conclusão de Kindleberger (1992: 250) é enfática: "Ninguém aprendeu a lição de 1931, com relação à necessidade de um prestador de última instância."

Após à Segunda Guerra Mundial, o Acordo de Bretton-Woods criou organismos internacionais, como o FMI, o BIRD e o BIS, que poderiam assumir o papel de LLR. No entanto, o período de prosperidade subsequente e a ausência de crises financeiras agudas colocaram em segundo plano a questão do LLR internacional. As primeiras necessidades de uma ação de LLR fizeram-se sentir só no decorrer da década de 1960 e se aprofundaram nas décadas subsequentes até explodirem nas crises financeiras e cambiais do final da década de 1990.

Cabe, então, analisar as atuações do FMI, do BIS e do Banco Mundial nesses episódios. Para o Banco Mundial, pelos seus objetivos, a possibilidade de agir como LLR fica mais distante. Já o BIS atua como um verdadeiro banco dos bancos centrais, com o objetivo de promover a cooperação entre os mesmos. É inegável que o BIS desenvolveu facilidades emergenciais para operações financeiras internacionais típicas de LLR, agindo como um fórum de discussão entre os BCs, realizando negócios bancários em seu auxílio, bem como pesquisas e coleta de informações de interesse dos BCs. No entanto, seu papel tem sido mais efetivo no campo da supervisão bancária, que vem se materializando através do Acordo da Basiléia.

Em relação ao papel do FMI, como LLR internacional, a discussão vem se travando desde as décadas de 1970 e 1980, mas tem se intensificado após as sucessivas crises financeiras internacionais da década de 1990. Nas linhas que seguem, pretende-se resgatar esse debate.

Nas décadas de 1970 e 1980, a partir das alterações feitas no estatuto do FMI, principalmente as relativas ao *Second Amendment*, muitos autores, como Scaperlanda (1978), Mullineux (1987) e Cooper (1987), acreditaram que esse

organismo estivesse se transformando em um verdadeiro BC mundial. O *Second Amendment* objetivava tornar os Direitos Especiais de Saque (DES) no principal ativo de reserva do sistema monetário internacional, o que os transformaria numa verdadeira moeda de troca e daria ao FMI características essenciais de um banco central.

No entanto, como afirma Mullineux (1987: 167), a possibilidade de transformar o FMI num BC mundial depende de se transformar os Direitos Especiais de Saque numa moeda internacional. Seria, então, natural ao FMI exercer o controle sobre a administração da liquidez internacional e sobre as políticas monetárias em geral. Isso lhe daria também o poder de regular e supervisionar o sistema financeiro. Entretanto, essa possibilidade esbarra no problema das soberanias monetárias nacionais, como bem ressaltam Cooper e Mullineux.

A partir dessas observações, que lições podemos tirar da prática dos BCs em relação às crises de bancos internacionais e à instabilidade financeira, nas décadas de 1970 e 1980?

Em primeiro lugar, houve ações típicas de LLR internacional nessas duas últimas décadas, tanto em termos de ajuda a bancos privados e a bolsas de valores, como em relação a países. Basta lembrarmos o caso da crise mexicana, do *Herstatt Bank*, de Colônia, e o do *Franklin National Bank*, dos Estados Unidos. Nos dois casos, houve um LLR nacional atuando sobre as finanças internacionais. No caso do Herstatt, um consórcio de bancos responsabilizou-se pelo passivo, e no do Franklin National, a FDIC norte-americana assumiu os depósitos até U\$ 40 mil e o Fed garantiu o restante do seu passivo.

Em setembro de 1974, o Grupo dos 10, mais a Suíça, após o choque da quebra do *Herstatt Bank*, reafirmaram a necessidade e a função de um LLR internacional. O comunicado da Reunião dos Governadores dos Bancos Centrais, no que diz respeito ao tema, é claro. Deve-se notar que a posição do Grupo dos 10 é consistente com a visão tradicional de que o socorro deve ser dado somente quando ocorrem dificuldades gerais de liquidez e não para ajudar instituições individuais com problemas de liquidez. A declaração define ainda responsabilidades nacionais em relação às filiais internacionais de bancos privados. Mas essa posição sofreu a primeira fissura, quando, em 1982, o Banco da Itália se recusou a garantir o passivo da filial de Luxemburgo do Banco Ambrosiano.

A divisão de responsabilidade entre os BCs implica que não existe um único

emprestador internacional de última instância, mas, ao contrário, muitos LLRs nacionais, com responsabilidades compartilhadas. Essa concepção supõe, portanto, que a economia internacional seja simplesmente uma extensão das economias nacionais. Como diz ainda McClam (1982: 286): "Assim, através do conceito de divisão de responsabilidades, as funções de LLR remontam, no fundo, aos bancos centrais nacionais".

No final da década de 1990, as crises financeiras e as intervenções do FMI, para solucioná-las, têm recolocado o debate sobre o papel do FMI como LLR internacional. Nesse debate, cabe destacar a participação de autores como Krugger (2001), Fraga e Gleizer (2001), Carvalho (2001), Kremer e Pfister (2001), Cartapanis (2001) e Aglietta (2001), dentre outros.

Em resumo, pode-se dizer que a recorrência, a intensidade e a propagação dessas crises forçaram intervenções do FMI e permitiram um acervo considerável de críticas de várias procedências, cujo resultado se traduz em uma nova proposta de atuação do FMI, conforme sugere Krugger (2001), a qual significa um avanço efetivo no sentido da organização de um LLR internacional.

Com efeito, Krugger (2001) adverte que o volume e volatilidade dos fluxos de capital provocaram crises mais freqüentes e mais agudas. Reconhece também que “as crises na conta de capital ... exigem soluções diferentes dos problemas de conta corrente” tratados pelo Fundo. Mais ainda, reconhece que “o esforço enérgico” para prevenir crises é incapaz de evitá-las e, por isso, é necessário melhorar a intervenção do Fundo no gerenciamento das mesmas.

Fraga e Gleizer (2001) também reconhecem que “crises não são coisas do passado”, ao contrário as “recorrentes e incontroláveis crises” ameaçam a “ordem econômica liberal internacional”. Carvalho (2000:263 e 264), por sua vez, acentua a fraqueza e a vulnerabilidade dos países emergentes que promoveram sua integração financeira internacional, pois suas políticas são fortemente afetadas pela força desestabilizadora dos fluxos internacionais de capitais. Para ele, “... num sistema financeiro globalmente integrado, países emergentes deverão perder sua liberdade de implementar qualquer política que poderia ser julgada favorável pelo seu próprio povo, mas que poderia ser vista como uma ameaça pelos investidores estrangeiros. (...) Desde que os fluxos de capital são normalmente muito grandes, quando comparados com os fluxos domésticos de poupança e investimento nos países emergentes, as saídas de capital seriam mais que um voto – elas atuam como um

veto a tais políticas”. Mais ainda, “episódios de fuga de capital podem ser realmente destrutivos para as economias que os recebem”, o que contraria o pressuposto central da doutrina do Fundo “de que os mercados de capitais são eficientes e estáveis”.

Stiglitz (1998) e Rodrik (1998) também acentuam não haver base teórica, nem empírica para a idéia de que os mercados financeiros funcionem de maneira eficiente, bem como não haver evidência de que os países que liberaram os controles sobre fluxos de capital tenham tido melhor desempenho do que os que o fizeram.

Em relação às ações do FMI nas crises recentes, muitas e matizadas críticas foram feitas. De um lado, as críticas da esquerda, como as de Stiglitz (1998) e Rodrik (1988), para quem o Fundo falhou em não compreender a natureza das crises recentes como crises de liquidez e os remédios apregoados, como austeridade fiscal e altas taxas de juros só poderiam ter aprofundado a própria crise. Críticas da direita, como as de Meltzer (1997) e Schwartz (1998), para quem os países afetados pelas crises estavam insolventes devido a suas próprias políticas ineficientes e corruptas. O Fundo é criticado por ter apoiado governos e instituições corruptas às custas dos contribuintes dos Estados Unidos. Tais países deveriam ser abandonados a sua própria sorte, pois não provocariam nenhum risco sistêmico para o sistema financeiro global.

No mesmo sentido, Kremer e Pfister (2001: 431) afirmam não ser “nem desejável, nem possível um LLR internacional” (2001: 431) e sugerem, como alternativas, o envolvimento do setor privado e a reforma do FMI, no sentido de eliminar ambigüidade do papel do FMI como LLR, pois para eles, simplesmente “o FMI não pode desempenhar o papel de LLR internacional” (2001: 440). Para eles, “a estabilidade monetária e financeira internacional repousam sobre a estabilidade financeira das economias nacionais”. (2001: 438).

Para Aglietta, (2000: 22), no entanto, o FMI ainda está mal preparado em termos de idéias e instrumentos para enfrentar os novos problemas, pois ainda confia nos presumíveis poderes estabilizadores do mercado, mas assinala que suas intervenções tem mudado radicalmente em relação a alguns pontos, como, tipos de facilidades, velocidade de reação e volumes de recursos comprometidos, mas “o FMI deve mudar o modelo que lhe serve de guia para ações coletivas”. Ele sustenta que FMI é o organismo em melhores condições para operar como último recurso internacional, mas adverte que um LLR internacional necessita de legitimidade política e que enquanto não se viabiliza um sistema de emissão de uma moeda

internacional por um banco central internacional, um LLR internacional permanece como um verdadeiro quebra-cabeça.

No entanto, enquanto permanece esse quebra-cabeça, pode-se perceber alguma mudança vindo de dentro do próprio FMI. Sua vice-presidente, Anne Krugger (2001), propõe uma espécie de moratória ou “uma suspensão temporária no pagamento da dívida de um país”, algo impensável até recentemente. Com efeito, Krugger reconhece que a profundidade das crises dos anos 90, “moveu o Fundo na direção da receita básica de Walter Bagehot para um prestador de último recurso, repassando quantias grandes por períodos relativamente curtos com taxas de juros punitivas”. Aponta dois problemas, no entanto, a falta de recursos, pois o Fundo não emite dinheiro e o risco moral, este último que gera relutância dentro do próprio fundo. Como outros autores, propõe “envolver o setor privado”, através de “um mecanismo formal”, apoiado pelo Fundo, com força de lei universal, de modo a estimular credores e devedores a chegarem a um acordo para rolar as dívidas. Reconhece que nos anos 80 a “reestruturação da dívida soberana era um processo mais ordenado”, os maiores credores eram bancos comerciais, que negociavam através de um comitê diretor, mas hoje vivemos num “mundo completamente diferente, pois, em vez dos consórcios bancários, dominam as emissões de bônus de mercados emergentes, há muitos bancos e detentores de bônus envolvidos e a diversidade de instrumentos de dívida e derivativos em uso também tornou mais difícil e complexo lidar com numerosos e anônimos credores privados. Por isso, urge evitar os efeitos devastadores de uma reestruturação desordenada. E “quando os encargos da dívida de um país são verdadeiramente insustentáveis, o inevitável não pode ser protelado para sempre.”. (Krugger, 2001: 4) Assim, a meta do Fundo seria estimular “devedores e credores a se reunirem para reestruturar dívidas insustentáveis, o que tomaria a “forma de uma estrutura capaz de oferecer ao país devedor uma proteção legal contra credores” que se oponham a uma reestruturação necessária, em troca de uma obrigação do devedor de negociar de boa fé com seus credores e implementar políticas que impediriam o surgimento de problema similar no futuro.

Como seria esse mecanismo formal? Ela responde que “o modelo é o de um tribunal de falências doméstico”, algo análogo aos “tribunais de falência nos EUA”. Quando são bem desenvolvidos e previsíveis quanto a sua operação, a grande maioria das iniciativas de reestruturação de empresas acontece “à sombra da lei”, e não nos tribunais. Ou seja, que “o mero conhecimento da existência de tal estrutura deve

encorajar devedores e credores a chegarem espontaneamente a um acordo.”

Desse modo, se um país vir ao Fundo e solicitar uma suspensão temporária do pagamento de suas dívidas”, por alguns meses, por exemplo, “o Fundo deverá estar disposto a dar seu apoio implícito a uma suspensão temporária no pagamento de sua dívida”. Mas acentua: “desde que ele esteja implementando um pacote razoável de ajuste econômico e esteja disposto a negociar de boa fé com seus credores.”

E sobre a base legal desse mecanismo, Krugger sugere que o mesmo “precisará ter a força de lei universal, pois do contrário, os credores iriam deliberadamente buscar jurisdições nas quais possam ter as melhores chances de fazer valer suas reivindicações”.

Se esta nova abordagem guiar as intervenções do Fundo, poderá também ajudar na prevenção e gerenciamento das crises, trazendo benefícios tanto para os países devedores e para a comunidade internacional, reduzindo os custos de reestruturação, como para credores, impedindo que o valor de seus ativos se deprecie demasiadamente.

Fraga e Gleizer, (2001), no entanto se opõem à proposta de Krugger e atribuem ao FMI apenas um papel de catalizador dos problemas, pois confiam no “envolvimento do setor privado”, para resolver seus problemas através de negociações caso a caso entre credores e devedores. Para eles, trata-se de encontrar formas práticas através das quais credores e devedores estabeleçam acordos implícitos e explícitos, sem que se defina a priori uma forma de intervenção geral do Fundo.

Ao discutir essas últimas proposições, Haddad (2002) defende a posição de Fraga e Gleizer e critica a de Krugger, afirmando que sua proposta é interessante, mas inviável, tanto sob os aspectos jurídico e político, como sob o aspecto econômico, pois se os investidores externos e domésticos acharem que ficarão congelados em uma “concordata soberana”, como propõe Krugger, a crise será antecipada, através da fuga de todos. Para o autor, quem empresta para governos de outros países, visando lucros, sabe dos riscos que corre, pois a “ganância em geral tende a superar o medo”. Se o FMI ampliar seus recursos para exercer seu papel de LLR internacional ampliará o risco moral, ao reduzir o risco percebido dos investidores e incentivará o endividamento irresponsável. Para Haddad, “A solução é o FMI reduzir seu escopo de prestador de última instância, mantendo seu papel de aglutinador, coordenador e auditor. A responsabilidade por administrar a crise, assumindo riscos dela

decorrentes, seria majoritariamente do setor privado. Desta forma teremos menos dívidas externas soberanas e, provavelmente, menos crises financeiras internacionais”.

Em conclusão, podemos dizer que a experiência histórica, antiga e atual, não parece apoiar as posições de Fraga, Gleizer e Haddad e isto Krugger parece ter começado a entender. Na verdade sua proposta, apesar das condicionalidades que a acompanham, parece representar um avanço importante em relação ao debate atual, na medida em que rompe com o princípio dominante nas propostas oficiais de que a solução para as crises deve respeitar o jogo do mercado.

6 – Conclusão: a arte (de Sísifo) dos bancos centrais

Podemos resumir a idéia principal deste texto, comparando a função de LLR dos BCs a uma tarefa de Sísifo. Examinemos as razões desse fato e suas conseqüências para a teoria e arte dos BCs como LLR.

Em primeiro lugar, numa visão de autores monetaristas e liberais, o monopólio da emissão monetária, no contexto de um padrão fiduciário de moeda inconvertível, poderia sugerir que, finalmente, depois de um longo processo evolutivo, o dinheiro é unicamente uma criação estatal. O governo, através do BC, teria plenos poderes para controlar a oferta monetária, de acordo com as necessidades da economia. Com o fim da convertibilidade da moeda-papel em moeda metálica, o seu valor dependeria unicamente de sua quantidade e, estando esta sob controle, a estabilidade monetária estaria ao alcance dos BCs. Mais que isso, o processo inflacionário que se desenvolveu à medida que a moeda se desvinculou de seu lastro material, após a Primeira Guerra Mundial, mas sobretudo após a Segunda, seria decorrência direta do abuso do poder de emissão por parte dos BCs.

Essa seria realmente a interpretação que autores monetaristas e liberais fazem da história, da teoria e da gestão monetárias nas condições atuais. Nesse contexto teórico, a solução para o controle da oferta monetária e, através dele, do processo inflacionário seria tornar os BCs independentes do governo ou submetê-los a regras estritas de emissão.

No entanto, como vimos ao longo da análise da função de LLR dos BCs, na sua versão clássica e, especialmente, na sua versão moderna, a história, a teoria e a gestão monetárias são muito mais complexas do que sugere a visão monetarista. A

linha central da análise dos BCs como LLRs procurou evidenciar o caráter complexo e evolutivo das relações entre os BCs e os bancos privados. A questão central dessas relações reside na crescente endogeneização do dinheiro de crédito e na dificuldade dos BCs em impor limites ao poder monetário dos bancos, ou seja, no fato de que "(...) os bancos comerciais se apropriaram demasiadamente de uma parte da soberania monetária." (Carli, 1987: 215).

A evolução institucional dos bancos e as inovações financeiras são o resultado de sua luta em preservar e ampliar seu poder de emissão de dinheiro de crédito e das tentativas dos BCs de controlar esse poder que, ao longo da história, provocou recorrentes crises e bancarrotas e instalou a instabilidade no centro financeiro da economia. Por sua vez, o desenvolvimento do papel de LLR endogeneizou as políticas dos BCs e estes se tornaram reféns da iniciativa dos bancos privados na criação monetária. Os dilemas clássicos e modernos colocados pelo "risco moral" espelham esta situação.

O sentido mais profundo da função de LLR é a incapacidade dos BCs em prevenir as crises financeiras, ou seja, ter de atuar como "última instância" significa a falta de poder para atuar em "primeira instância". Ao colocar em xeque o poder monetário dos BCs, a função de LLR afeta profundamente as relações entre os BCs e o governo, pois questiona sua capacidade e torna mais complexa sua função de controle da oferta de moeda. Nesse sentido, a proposta monetarista da regra monetária automática ou a da independência dos BCs, para garantir o controle estrito da oferta de moeda, fica comprometida na base de seu principal argumento. A liberdade da finança moderna, especialmente a sua dimensão internacional, parece ter transformado a "arte" dos BCs e também as ações do FMI numa verdadeira tarefa de Sísifo.

Bibliografia

- AGLIETTA, Michel (1992). L'Indépendance des Banques Centrales. Leçons pour la Banque Centrale Européenne. **Revue d'Economie Financière**, Paris, n^o. 22, automne.
- AGLIETTA, Michel (2000) The International Monetary Fund and the International Financial Architecture
Paris, University of Paris X- Mini Forum and CEPII (mimeo).
- AGLIETTA, Michel (1992a). **Comportement Bancaire et Risque de Systeme**. Paris, (Document de Travail n^o. 92-02, mai).
- BAGEHOT, Walter (1968). **Lombard Street. El Mercado Monetário de Londres**. México, Fondo de Cultura Económica.
- CARTAPANIS, A (2001) Économie Politique de L'Architecture financière International.. *Révue Économique*, Paris, vol 52, n. 2 mars 2001
- CARVALHO, Fernando Cardim (2000) The IMF as crisis manager: as assesment of the strategy in Asia and of its critics. *Journal of Post Keynesian Economics/ Winter 2000*, vol 23, n. 2

- CHICK, Victoria (1994). A evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, (15)1.
- COOPER, Richard N. (1987) **The International Monetary System. Essays in World Economics**. Cap. 12: The Evolution of the International Monetary Fund toward a World Central Bank. The MIT Press, Cambridge.
- CORAZZA (1995) A Interdependência dos Bancos Centrais entre o Governo e os Bancos Privados. Campinas, Unicamp-IE, Tese de Doutorado. (Mimeo).
- DENISE, Caroline (2001) Les déterminants et les acteurs du prêt international en dernier resort pendant la période de l'étalon-or classique (1890-1914). *Révue Économique*, Paris, vol 52, n. 2 mars 2001
- FRAGA, A e GLEIZER, D. L. (2001) Constrained Discretion and Collective Action Problems: reflections on the Resolution of International Financial Crises. Brasília, Banco Central do Brasil. Working Paper Series n. 34, Novembro de 2001.
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. (1987). Has Government Any Role in Money? In: SCHWARTZ (ed.) (1987). **Money in Historical Perspective**. Chicago, The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, Milton (1959). **A Program for Monetary Stability**. New York, Ford-ham University Press.
- GUTTENTAG, J. and HERRING, R. (1987). Emergency liquidity assistance for international banks. In: Portes and Swoboda (1987). **Threats to international financial stability**. Cambridge, Cambridge University Press.
- GUTTENTAG, J. et HERRING, R. (1983). The Lender of Last Resort Function in an International Context. **Princeton Studies in International Finance**, n^o. 151. Princeton University Press, May.
- HADDAD, Cláudio (2002). O Fundo Monetário Internacional e as crises. *VALOR*, São Paulo, 4, 5 e 6, jan. de 2002, p. A11.
- HUMPHREY, T. M. (1975). The Classical Concept of the lender of last resort, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review**, vol. 61, Jan/Feb.
- HUMPHREY, T. M. (1989). Lender of last resort: the concept in history, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review**, Mar/April.
- KEYNES, John Maynard (1973). A Treatise on Money. Volume 2, The Applied Theory of Money. In: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, Vol. VI. London, MacMillan.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1992). **Manias, Pânicos e Crashes: Um histórico das crises financeiras**. Porto Alegre, Ortiz-Gazeta Mercantil.
- KREMER, G. et PFISTER, C (2001) Quelques Alternatives à um preteur international en dernier resort. *Révue Économique*, Paris, vol 52, n. 2 mars 2001
- KRUGGER, Anne (2001) Pronunciamento aos Membros do Clube Nacional dos Economistas, em 26 de novembro de 2001. ([www. valoronline.com](http://www.valoronline.com))
- McCLAM Warren D. (1982). Financial fragility and instability: monetary authorities as borrowers and lenders of last resort. In: Kinleberger and Lafargue. (1982). **Financial Crises. Theory, history and policy**. Cambridge, Cambridge Univ. Press.
- MELTZER, A. (1997) Danger of Moral Hazard. *Financial Times*, Oct. 27.
- MINSKY, Hyman P. (1975). **John Maynard Keynes**. New York, Columbia University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1982). **Inflation, Recession and Economic Policy**. Armonk, M. E. Sharpe.
- MINSKY, Hyman P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, Yale University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1989). Money and Lender of Last Resort. In: Guttman (1989) (ed.) **Reforming Money and Finance. Institutions and Markets in Flux**. London, M. E. Sharpe, Inc.
- MIRANDA, José Carlos (1992). **Câmbio, Juros e Fisco: a experiência internacional**. Campinas, Instituto de Economia - Unicamp. Tese de Doutorado em Economia (mimeo).
- MULLINEUX, A. W. (1987). **International Money and Banking. The Creation of a New Order**. Birmingham, Wheatsheaf Books.
- PATAT, Jean-Pierre (1972). **Les Banques Centrales**. Paris, Sirey.
- RIST, Charles (1945). **Historia de las Doctrinas Relativas al Crédito y a la Moneda. Desde John Law Hasta la Actualidad**. Barcelona, Bosch Editorial.
- RODRIK, D. (1998) Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, 207.
- SCAPERLANDA, Anthony (1978). The IMF: An Emerging Central Bank? **Kiklos**, vol. 31, fasc. 4.
- SCHWARTZ, A. (1998) Time to terminate the ESF and the IMF. Processed.
- SELGIN, G.A. (1989). Legal Restrictions, Financial Weakening, and Lender of Last Resort. **Cato Journal**, v. 9, n^o 2.
- STIGLITZ, J. (1998) More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington

Consensus. Processed.

THORNSTON, H. (1939). **An Inquiry of the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain**. Ed. by Von Hayek, New York, Rinehart and Co.

VICARELLI, Fausto (1988). Central Bank Autonomy: A Historical Perspective. In: Toniolo (1988). **Central Banks' Independence in historical perspective**. Berlin, de Gruiter.