

O Banco Central como emprestador de última instância: mão quase invisível ao sustentar os mercados

Central Bank as a lender of last resort: almost
invisible hand to sustain markets

CARLOS EDUARDO CARVALHO | cecarv@uol.com.br

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica
de São Paulo. São Paulo, Brasil.

Recebimento do artigo 04-nov-12 | **Aceite** 30-out-12

Resumo Em situações de crise financeira, para evitar a contração do crédito e a quebra do sistema bancário, o Banco Central deve emitir moeda e criar crédito a partir "do nada", como emprestador de última instância. A regulamentação do sistema financeiro deve garantir o exercício dessa função pelos BC, indispensável para evitar que uma crise bancária se transforme em catástrofe, mas deve também impedir que os custos sejam transferidos para a sociedade sem que os responsáveis sejam punidos e sem que os beneficiários da ajuda assumam pelos menos parte dos custos. O artigo discute as condições para o exercício dessa função e as formas de atuação dos BC nesses casos, elementos cruciais para a definição de perdas no processo, tema em geral pouco discutido, e revê dois episódios recentes, nos EUA e no Brasil. Propostas para proteger a sociedade contra a socialização de custos e de perdas foram incluídas no projeto de regulamentação do artigo 192 da Constituição de 1988, elaborado na assessoria da Confederação Nacional dos Bancários da CUT, hoje Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro – Contraf-CUT. **Palavras-chave** Emprestador de última instância; Banco Central do Brasil; regulamentação do sistema financeiro; artigo 192 da Constituição de 1988.

Abstract In cases of financial crisis, to prevent the credit crunch and the fall of the banking system, the Central Bank must print money and create credit from "nothing", as a lender of last resort. The regulation of the financial system should guarantee the exercise of this function by the Central Banks, essential to prevent a banking crisis turning into a catastrophe, but also should prevent costs from being transferred to the society without that those responsible are punished and not the beneficiaries of help whatsoever at least part of the costs. The article discusses the conditions for the exercise of this function and ways of action of BC in these cases, crucial elements for the definition of process losses, little discussed topic in general, and reviews two recent episodes in the U.S. and Brazil. Proposals to protect society against the socialization of costs and losses have been included in the project of regulation of Article 192 of the 1988 Constitution, drawn up on the advice of the National Confederation of Banks Employees of CUT, today National Confederation of Workers of the Financial Area – CONTRAF-CUT. **Keywords** Lender of Last Resort; Central Bank of Brazil; regulation of the financial system; Article 192 of the 1988 Constitution.

Introdução

The UK Chancellor, Alistair Darling, has been busy repudiating the notion that the British government was planning to 'print money' to prevent deflation and stimulate the economy. He was reported in the *Financial Times* (January 9th, 2009) as saying: *"Nobody is talking about printing money. There's a debate to be had about what you do to support the economy as interest rates approach zero, as they are in the US. But for us that is an entirely hypothetical debate"*. This statement of the Chancellor either represents a major manifestation of profound ignorance about what central banks do and how monetary policy is conducted, or a deliberate denial of an obvious fact, perhaps because the words "printing money" have unfortunate Weimar or Zimbabwe connotations. Yet 'printing money' – that is, creating base money, either through the issuance of currency or by increasing the stock of commercial bank reserves held with the central bank – is what central banks do in a fiat money world. They do this not just in Zimbabwe, but also in the US, in the Eurozone and in the UK. (Buiters, 2009).

Os desdobramentos da crise financeira internacional, especialmente nos EUA e na Europa, explicitaram e colocaram em discussão os poderes discricionários dos Bancos Centrais que constituem a chamada função de prestador de última instância. Trata-se de recurso crucial e indispensável para a sustentação das economias de mercado há séculos. Como economias monetárias, baseadas em relações de crédito que não podem ser liquidadas por todos os participantes simultaneamente, essas economias estão sempre sujeitas ao risco de graves crises de liquidez, nos momentos em que as incertezas se agudizam e todos querem transferir sua riqueza para formas seguras, ou seja, para moeda e títulos do Estado.

Em situações assim, o Banco Central deve emitir dinheiro para atender a essa demanda e estancar a corrida por liquidez, de modo a evitar a contração do crédito e a possível quebra do sistema bancário, com consequências graves e imprevisíveis. Nessas situações, o BC deve emitir moeda e criar crédito a partir "do nada", ou seja, deve ser o último prestador, aquele que "banca" o sistema.

A prerrogativa de agir de forma discricionária caracteriza a função de prestador de última instância. Em tempos de normalidade, a função de prestador de última instância é pouco discutida no debate acadêmico, mas quase nunca com o objetivo de regulamentá-la ou de impor limites a seu exercício. A ausência

é completa no debate público e não é objeto de regulamentação nos Paramentos. Os estatutos dos BC lhe reservam palavras lacônicas e genéricas, ou o silêncio. É um poder de que pouco se fala, mas que em momentos de crise aparece com toda força, como se viesse do nada, e que se recolhe às sombras depois de cumprir seu papel salvador. É a mão quase invisível a garantir que os mercados sobrevivam nos momentos em que correm o risco de se autodestruir.

A ausência de regras claras deixa espaço para o arbítrio dos BC. O desenho e a execução do socorro tendem a preservar os interesses dos responsáveis pelos problemas e a maior parte do custo da intervenção é quase sempre assumido pelo Tesouro Nacional. A questão é cuidadosamente ocultada do debate público. O debate acadêmico em geral ignora a atribuição dos custos e a punição dos responsáveis e se concentra na estabilidade financeira, seja privilegiando a liberdade de ação dos BC, seja procurando regulamentar a atividade financeira para reduzir os riscos de haver situações em que os BC são obrigados a intervir.

O artigo defende que a regulamentação do sistema financeiro deve garantir condições para o exercício da função de prestador de última instância pelos BC, indispensável para evitar que uma crise bancária se transforme em catástrofe, mas deve também impedir que os custos sejam transferidos para a sociedade sem que os responsáveis sejam punidos e arquem com os custos da intervenção.

Depois dessa introdução, a segunda seção revê o debate acadêmico sobre o tema e a terceira seção analisa as formas de atuação dos BC nesses casos, com foco nos problemas ligados à atribuição das perdas e à responsabilização de seus diretores, questões quase nunca discutidas. A quarta e a quinta seções reveem dois episódios dramáticos dos anos recentes, nos EUA e no Brasil. A quinta seção, por fim, apresenta propostas para uma possível regulamentação da função de prestadores de última instância do BC, desenvolvidas a partir de trabalhos anteriores do autor e do projeto de regulamentação do artigo 192 da Constituição de 1988, elaborado na assessoria da então Confederação Nacional dos Bancários da CUT, hoje Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro – Contraf-CUT.

Origens, justificativas, omissões, desafios

A aceitação generalizada do papel de prestador de última instância do banco central é um reconhecimento dos riscos inerentes à natureza da

atividade bancária em uma economia de crédito. Os bancos adiantam recursos a empresas e indivíduos com base em sua avaliação do risco e das perspectivas da economia. Ao fazê-lo, ampliam seu passivo, formado por depósitos com prazos bem mais curtos que os créditos concedidos. Como é sabido, bancos não têm como resgatar os depósitos em dinheiro simultaneamente, mesmo que observados os prazos previstos nos depósitos e obrigações que assumem. Nesses casos, tentarão de início obter crédito com outros bancos. É a redução ou corte do crédito entre bancos que pode precipitar a insolvência de alguns bancos ou de vários deles, com o risco de que os problemas possam se propagar por todo o sistema – como nos EUA, em setembro de 2008, e na zona do euro, no final de 2011 e começo de 2012.

Isto pode ocorrer por risco de insolvência do banco, percebida pelo mercado ou pelos seus depositantes, ou por um problema momentâneo de liquidez que nada tem a ver diretamente com o banco que se vê ilíquido, problema que pode ocorrer pela própria natureza da atividade bancária. O banco em dificuldades pode ser levado a vender rapidamente itens de seu ativo, deprimindo seus preços, e a interromper a renovação das operações de crédito com o público, o que pode deixar insolventes empresas sem problemas até então e que se vêm sem caixa para atender a obrigações imediatas, se não conseguirem obter dinheiro em outros bancos. A defesa da atuação do prestador de última instância destaca

la importancia de evitar que episodios aislados causados por un aumento súbito de la desconfianza sobre unas pocas entidades se diseminen y culminen en un desequilibrio de naturaliza agregada (...). Si el prestamista de última instancia no actuase de ese modo, la institución bajo presión podría verse obligada a “liquidar” activos y esa venta apresurada podría ocurrir bien por debajo del valor de largo plazo de los mismos, conduciendo eventualmente a la insolvencia de la institución en problemas. A su turno, ello podría intensificar la presión deflacionaria en el valor de mercado de esos activos, magnificar el riesgo para otras entidades y conducir al desarme generalizado de posiciones, reforzando las tendencias bajistas. (Campos, 2010, p. 2)

O risco maior, contudo, é que as dificuldades levem à interrupção do crédito no mercado interbancário e, pior ainda, provoquem a interrupção de pagamentos entre bancos. Em casos assim, problemas localizados podem precipitar uma crise bancária generalizada.

De um modo geral, os bancos centrais concedem assistência financeira como prestadores de última instância a instituições individuais, e não através de políticas gerais (como de mercado aberto), que deixam ao mercado a tarefa de selecionar e redistribuir a liquidez entre as instituições com problemas de liquidez, porém solventes. Uma resposta à questão de por que os bancos centrais agem assim, ou de por que os bancos privados não são capazes de distribuir a liquidez, é que os mercados para ativos de curto prazo não funcionam bem quando há suspeita sobre a solvência de uma instituição. Nesse caso, os potenciais credores racionam os empréstimos e elevam as taxas de juros para cobrir eventuais perdas. Como é difícil avaliar a negociabilidade dos ativos bancários no contexto de escassez de tempo e informações relevantes, quando surgem suspeitas sobre um banco é difícil convencer os demais de que ele é solvente. (Almeida e Freitas, 1998:18)

Nas condições atuais, o público na maioria das vezes nem chega a tomar consciência do que ocorre, inclusive porque generalizou-se o uso de seguros para proteger os depósitos até determinado valor – nos EUA, os depósitos estão protegidos por seguro até o limite de US\$ 100 mil. A imagem das filas de depositantes ameaçando invadir agências é agora fenômeno raro, quase caricatural. Antes disso, o BC entra em ação: se for um banco pequeno e um caso isolado, “organiza” a quebra do banco; se for um banco grande, com fortes ligações com outras instituições financeiras, e mais ainda se forem vários bancos simultaneamente, o BC emite dinheiro e oferece crédito para estancar a corrida.

Essa emissão de dinheiro é discricionária: o BC emite na quantidade que acredita ser necessária, ou na proporção do que é pedido pelos bancos, tentando “adivinhar” a quantidade necessária para manter o sistema em funcionamento. A denominação “prestador de última instância” indica que os bancos podem recorrer a estes recursos quando se esgotaram as possibilidades de obter financiamento junto ao público ou junto a outros bancos.

A percepção da gravidade dessa ameaça é muito antiga e estimulou a atuação de alguma instituição que pudesse interromper o processo a tempo e evitar a generalização da venda de ativos e da inadimplência. Kindleberger (1993) apresenta registros de atividade desse tipo desde o século XVIII, exercida por bancos privados e mesmo por grandes firmas comerciais. Ao longo do século XIX, contudo, a atividade passou a ser prerrogativa do Tesouro e do Banco Central.

A presença do BC é quase óbvia, já que a essência da atividade de última instância é a emissão de moeda e o financiamento direto dos bancos, prerrogativa dos BC. A presença do Tesouro decorre de que a ação de prestador de última

instância do BC quase sempre gera um custo fiscal. O BC em geral incorre em prejuízo nessas operações e as perdas precisam ser transferidas para o Tesouro, ou, se ficarem no BC, o Tesouro terá que capitalizar o BC. Para Goodhart (2002, p. 234):

The gist of my thesis so far has been that the key factor determining the scope and scale of a CB's LOLR functions has been its ability to absorb losses. As this has waned, relative to the scale of financial losses involved in systemic problems, (...) the responsibility for handling such crises has, willy-nilly, passed to the governments involved.

A necessidade de ocultamento é assim reforçada, para evitar o desgaste político de aplicar recursos fiscais para cobrir prejuízos por vezes de grande magnitude.

A aceitação dessas operações teria vindo da constatação de que as crises que tiveram desfecho mais favorável, ou menos ruinoso, contaram com *“some source of cash to ease the liquidation of assets before prices fell to ruinous levels”* (Kindleberger, 1993, p. 272). Para ele, a experiência mostrou que havia três alternativas básicas para o enfrentamento de crises bancárias: (i) fechar todos os bancos em um feriado bancário, até dissipar a desconfiança e a corrida generalizada; (ii) oferecer garantias críveis para os passivos dos bancos; (iii) aceitar ativos dos bancos e das empresas em dificuldades, em troca de títulos do Tesouro que pudessem ser descontados em outros bancos. O forte consenso em torno da necessidade da intervenção estatal em crises financeiras graves foi consolidado com as lições da catástrofe financeira da Grande Depressão, no início da década de 1930.

A percepção da gravidade do problema provocou no debate econômico duas tendências muito fortes, ambas de grande incidência no debate público e nas definições legais dos direitos e obrigações dos bancos centrais.

A primeira é concentrar tudo na fiscalização e no controle prudencial do sistema bancário. O pressuposto é de que todos os problemas de solvência podem ser evitados com fiscalização rigorosa, capaz de detectar irregularidades, e com regulamentação adequada, capaz de evitar que os bancos assumam riscos excessivos. A limitação deste enfoque é desconsiderar que as crises resultam da instabilidade própria das economias capitalistas e da natureza mesma da atividade financeira e bancária. As crises eclodem muitas vezes de forma inesperada, a partir de situações originais.

Além dos problemas macroeconômicos, as crises financeiras são muitas vezes provocadas pelos efeitos da concorrência entre os bancos. Cada banco procura

sempre encontrar formas de contornar as restrições prudenciais, especialmente nos momentos de crescimento da atividade econômica, quando se ampliam as possibilidades de um banco tomar fatias do mercado ocupadas pelos concorrentes, e um caminho para fazê-lo é expandir suas operações com mais rapidez que os demais. O sucesso neste esforço conduz à busca de novas formas de atuação, de novas formas de escapar às limitações e regras impostas pelas autoridades ou aconselhadas pela prudência. Muitas destas iniciativas assumem a forma de novas operações, de riscos pouco delimitados e difíceis de avaliar em um ambiente de otimismo quanto ao futuro imediato. Em situações assim, cresce também a pressão sobre o BC e sobre as entidades reguladoras para que relaxem as restrições, de forma a não reverter o ciclo de crescimento. Nos momentos de crise, os “mercados” apelam para o socorro do BC, com a mesma força com que antes reclamavam a não intervenção, a pretexto de defender a “criatividade” das operações.

A segunda tendência é tratar os BC como entes públicos especiais, a serem preservados cuidadosamente de qualquer influência “política” ou “eleitoreira”. A legitimidade de ações dessa ordem é muito fortalecida pelos mitos criados em torno dos BC. (Carvalho, 2005) A blindagem tem um componente semântico que ilustra bem a sua força: não se menciona nunca a palavra “emitir” no noticiário de imprensa e na grande maioria dos pronunciamentos de economistas e lideranças políticas sobre a crise. Fala-se em “injetar” dinheiro, como se esse dinheiro estivesse em um cofre, ou em uma conta especial, à espera de ser utilizado em caso de necessidade. Não se fala nunca que o crédito a bancos é financiado pelo aumento da base monetária, a menos que haja movimento em alguma outra conta de seu passivo.

O uso da palavra “emissão” não pode ocorrer porque colocaria o socorro a bancos no mesmo plano “político” de uma ação de fomento ou de socorro no âmbito da política fiscal, ou seja, deixaria o Banco Central e o Tesouro em posições semelhantes. Esta diferenciação é indispensável para manter a legitimidade do BC e das suas ações em defesa dos bancos e das grandes empresas. Estas ações não podem ser equiparadas à destinação de recursos para políticas sociais ou para enfrentar calamidades públicas.

Para quem? Quando? Sob quais regras?

Uma definição básica da função de prestador de última instância está no glossário de uma das obras fundamentais de Charles Kindleberger:

The institution, usually government or central bank, that stands ready in financial crisis to lend to bank, or occasionally business firms, that are in long-run sound condition but are in immediate need of liquidity to meet their obligations. (Kindleberger, 1993, p. 463)

Essa definição incorpora as recomendações de Bagehot (1873), de que o empréstimo de última instância deveria ser destinado a instituições solventes, mas com problemas de liquidez no curto prazo. A solvência seria comprovada pela qualidade dos títulos que o demandante poderia oferecer em garantia: a posse de títulos de risco zero, ou de qualidade excelente, seria a demonstração da solvência.

Uma operação desse tipo poderia então se confundir com uma operação usual de mercado aberto, em que o BC compra ou vende títulos do Tesouro por um dia, com o propósito de regular a liquidez do sistema bancário. A distinção estaria no preço dos ativos utilizados na operação: em momentos de pânico, haveria a tendência de desvalorização desses títulos, pela exacerbação da preferência pela liquidez, com exceção dos títulos do Tesouro de prazo muito curto. Assim, nas operações de última instância, ao contrário de operações usuais de mercado aberto, o BC deveria aceitar preços dos títulos acima dos praticados no mercado no momento da crise, embora um pouco inferiores aos que eram praticados antes da crise. Seria uma punição ao banco em dificuldades, mas sem sancionar a desvalorização produzida pelo processo de desconfiança em curso.

A experiência das crises bancárias logo contestou essa visão. Os títulos de curto prazo do Tesouro tendem a ser uma parcela reduzida dos ativos de um banco e sua recompra pelo BC é insuficiente para deter a desconfiança contra a qualidade do conjunto do ativo. Com isso, as operações de socorro quase sempre envolvem parcelas consideráveis de títulos cuja qualidade de risco é discutível, ainda mais nas condições de uma crise de confiança em alastramento, que pode alterar bruscamente a avaliação dos seus emissores. Além disso, a propagação da crise no interbancário pode ser muito rápida e o BC não terá condições de fazer essa avaliação cuidadosa no calor dos acontecimentos. A decisão pode se tornar difícil pela velocidade de propagação da crise: um ou mais bancos pedem recursos ao BC com urgência, para não terem que aumentar a demanda por crédito junto a outros bancos e correr o risco de ampliar uma onda de desconfiança. Em casos assim, o BC tem que avaliar às pressas se o banco tem problemas de solvência ou se é apenas vítima, real ou potencial, da onda de desconfiança criada por outros problemas. (Freixas *et alii*, 1999, p. 152)

Assim, nas condições concretas de operação dos BC, a operação de socorro de última instância deverá ser feita aceitando títulos de qualidade muito variada, como observado por Goodhart, contestando a fórmula de Bagehot (a polêmica está bem discutida também em Chianamea, 2010). A evidência de que as operações de última instância tendem a ser feitas dessa forma reapareceram com força nos episódios recentes nos EUA, em que o Fed aceitou títulos os mais diversos, como discutido na seção seguinte.

Contudo, as normas legais que regem as funções de empréstimo de liquidez, quando são explícitas, limitam sua adoção a casos em que os bancos requerem a ajuda por enfrentarem apenas problemas de liquidez, e não problemas de insolvência. As normas em geral exigem, por isto mesmo, que os créditos dados pelo BC tenham como garantia títulos bons do ativo do banco requerente, ou seja, títulos do governo ou títulos de outros bancos ou empresas tidos como de baixíssimo risco. A denominação “operações de redesconto” tem este sentido: o BC “desconta” títulos do banco e adianta-lhe dinheiro, mesmo sentido da denominação hoje mais usual, “empréstimos de liquidez”. No caso de insolvência, ao contrário, o BC dá crédito ao banco sem garantias, a descoberto – se o banco pudesse oferecer garantias boas, não seria considerado insolvente.

A distinção pode se tornar irrelevante, e este é o caso que mais interessa à discussão aqui levantada, quando a ameaça de quebra de um banco grande é entendida pelo BC como suficiente para justificar uma atitude drástica, capaz de deter a propagação de uma crise de liquidez no mercado interbancário. Os diretores do BC podem considerar que é melhor dar crédito a descoberto a um banco quebrado, na expectativa de recuperar este crédito depois, do que permitir a formação de um pânico sobre a solvência de outros bancos e de todo o sistema.

A atuação como prestador de última instância implica quase sempre emissão de moeda pelo BC de forma discricionária, prática exorcizada como pecado maior a ser evitado pelos governos. Por se tratar de operação ativa do BC, tais créditos provocam, em geral, modificação correspondente no passivo BC, pois são em geral financiados com aumento da base monetária, com emissão de moeda.

Em alguns casos, os créditos a bancos podem ser financiados sem aumento da base monetária: o BC pode acionar outro item do seu passivo – receber um crédito externo ou elevar os recolhimentos obrigatórios exigidos dos demais bancos, por exemplo – ou pode reduzir algum item do seu ativo – pode vender reservas cambiais, por exemplo. Estas formas de financiamento dificilmente ocorrem, contudo. A demanda por socorro do BC a bancos em dificuldades quase sempre se dá em si-

tuações de instabilidade potencial, nas quais não se recomenda cortar a liquidez do sistema bancário com novas exigências de depósitos, nem se recomenda pressionar o mercado de câmbio. A alternativa de solicitar crédito externo pode ser entendida como demonstração da gravidade da situação, embora possa ser inevitável.

Quando eclode uma crise, por mais eficiente que seja a fiscalização, e por mais que um BC esteja informado sobre as situações dos bancos, a ameaça de quebra de um grande banco recoloca o dilema de como e quando intervir. As normas prudenciais e a fiscalização são indispensáveis e podem ser desenhadas e realizadas pelo próprio BC ou por outra agência pública. A decisão de intervir também pode ser compartilhada pelo BC com outra agência pública, o que pode reduzir o ônus potencial imposto ao BC para tomar a decisão de intervir. A outra agência pode ser, por exemplo, uma entidade que recolha contribuições dos bancos para um fundo destinado a garantir os depósitos do público em caso de quebra de bancos.

Nada disso, contudo, elimina a função de prestamista de última instância que cabe exclusivamente ao banco central, ancorada na capacidade única de emitir moeda e injetá-la de imediato em um banco específico ou no sistema bancário. Prerrogativa exclusiva do BC, a possibilidade de emitir moeda é o que pode dar solvência a bancos em crise e permitir que possam honrar seus compromissos junto ao público e junto a outras instituições financeiras.

A tendência do debate econômico é ampliar o espaço de arbítrio dos diretores do BC para decidir se exercem ou não a prerrogativa de prestador de última instância, e se a exercem respeitando ou não a exigência de garantias boas em troca do crédito concedido. Este espaço de arbítrio inclui a definição frouxa e insuficiente das regras e condições para estas operações, definição deixada em geral a cargo dos próprios diretores que as realizarão, sem previsão clara de prestação de contas e de responsabilização.

A vagueza é ainda mais significativa por estar embutida na defesa do estatuto de autonomia dos bancos centrais, associada no debate acadêmico e no debate público exclusivamente à missão de defesa da estabilidade da moeda. Com esta definição imprecisa, os BC estão livres para exercer, de forma também autônoma, o que entenderem ser a defesa da estabilidade do sistema bancário. Sob o argumento de que tais situações são excepcionais e podem ser evitadas pelo aprimoramento da fiscalização e das regras prudenciais, concede-se aos diretores dos BC amplo espaço para normatizar, executar e avaliar as operações de prestador de última instância.

É uma situação esdrúxula: uma instituição pública tem direito de emitir moeda, pode fazê-lo sem previsão orçamentária, pode aplicar o dinheiro em operações sem garantias, a fundo perdido, e pode desrespeitar as normas estabelecidas, sem regras de prestação de contas e sem mecanismos de responsabilização dos gestores responsáveis pelas decisões. Ao mesmo tempo, este poder é indispensável para garantir a estabilidade financeira das economias contemporâneas, sempre sujeitas a crises inesperadas.

O recurso ao ocultamento e à mistificação se explica por esta combinação peculiar de superpoderes, caráter arbitrário e interesse direto dos bancos, instituições financeiras em geral e dos grandes detentores de riqueza financeira. (Carvalho, 2005)

Nas definições legais das competências e obrigações dos bancos centrais, o silêncio dá lugar ao tratamento conciso, muitas vezes vago e genérico. O exame da legislação de um grupo de países realizado por Freitas (2003) mostra a larga predominância de concessão de autoridade ao BC para realizar as operações de crédito a bancos com problemas de liquidez, mas sem o estabelecimento de regras claras quanto a limites e exigências de garantias e sem a previsão de responsabilização de diretores que não obedeçam estas regras.

A estabilidade financeira é considerada responsabilidade dos bancos centrais em todos os países em exame. (...) Os bancos centrais atuam, pelo menos em tese, de acordo com o princípio de que somente bancos solventes devem receber auxílio quando enfrentarem problema de liquidez. (...) o banco central não deve se preocupar com um banco em particular, mas sim com o sistema como um todo. Na Inglaterra, (...) o Banco da Inglaterra mantém a responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro como um todo, atuando de forma coordenada com a *Financial Service Authority* (FSA), cuja função é supervisionar as instituições financeiras, bancárias e não-bancárias. (...) Em circunstâncias excepcionais, que representem uma ameaça real à estabilidade do sistema financeiro, o Banco da Inglaterra poderá atuar como prestamista em última instância, indo além das suas atividades de rotina, concedendo suporte oficial. (...) antes que isto aconteça, o Tesouro deve ser informado, de modo a garantir ao *Chancellor of Exchequer* a opção de recusar a operação de suporte. (Freitas, 2003: 22-23).

A disposição da legislação inglesa é interessante, mas insuficiente: o BC deve informar ao Tesouro e caberá a esse decidir suspender ou não. Ora, diante de uma grave crise em curso, não existe a possibilidade de simplesmente suspender a operação. Na prática, o BC fará o que decidir no calor dos acontecimentos.

O principal argumento contra a regulamentação detalhada do socorro de última instância é o problema do risco moral. Se souberem quais os limites em que poderão ser socorridos, a atitude mais racional dos bancos seria operar no limite e avaliar a extensão dos riscos a assumir apenas a partir desse ponto. O resultado seria a elevação geral do risco do conjunto do sistema, tornando futuras intervenções ainda mais amplas e mais custosas.

A ação do FED e o preço das garantias: o debate de 2008 nos EUA

A suposição ingênua de que tais problemas seriam típicos de economias frágeis e periféricas foi desmentida cabalmente pelo pânico bancário de setembro de 2008 nos Estados Unidos, quando a desconfiança gerada pela quebra do banco de investimentos Lehman Brothers paralisou o mercado interbancário dos EUA e o Federal Reserve despejou centenas de bilhões de dólares nos bancos. A base monetária, o total de dólares emitidos, saltou da faixa de US\$ 900 bilhões em meados de 2008 para US\$ 2,4 trilhões seis meses depois. Esse enorme volume de dólares foi emitido na forma de empréstimos aos bancos, em troca de garantias frágeis, ou quase podres, como créditos imobiliários, os mesmos créditos *subprime* que deram origem à crise. Em palavras simples: o Fed comprou créditos inadimplentes para salvar os bancos.

A atitude do Fed tinha precedentes importantes:

No caso norte-americano, o *Federal Reserve* atua como prestamista em última instância, mediante a concessão de empréstimos aos bancos, em contrapartida de garantias, como os créditos em carteira (*commercial loan notes*). (...) um banco não tem direito ao crédito do *Federal Reserve* se o manejo das suas operações colocou em risco os recursos de seus depositantes ou se promoveu o desenvolvimento de condições desfavoráveis de crédito, mesmo que tenha papéis (...) aceitáveis para ceder como garantia. Todavia, em inúmeros episódios o banco central americano so-

correu instituições bancárias, consideradas grandes demais para falir, e mesmo instituições não bancárias, como os bancos de investimento e corretoras no *crash* da bolsa de valores de 1987. Mais recentemente, atuou como prestamista em última instância para vários bancos, inclusive não americanos, que tinham posições no fundo de investimento *Long Term Capital Management* (Freitas, 2003: 22-23).

Na crise atual, o Fed começou a agir com firmeza desde 2007 e no final daquele ano

passou a criar instrumentos monetários discricionários, para tentar estabilizar o sistema fragilizado, processo que se estendeu ao longo de 2008(...). Até setembro de 2008, os novos instrumentos foram acomodados no balanço do Fed com alterações nos saldos de diferentes contas. Naquele mês, em resposta ao agravamento da crise, o balanço do Fed passou a crescer de forma acelerada, de US\$ 900 bilhões em média, nos meses anteriores, para US\$ 2,293 trilhões no final de dezembro de 2008, patamar em que se manteve até setembro de 2009. (Bullio e outros, 2011)

Processos semelhantes ocorreram na Europa e as emissões trilionárias de dólares e de euros foram definidas pelo tamanho dos recursos avaliados pelo Fed e pelo BCE como necessários para preservar a solvência do sistema bancário e tentar restabelecer o crédito.

O episódio de setembro de 2008 nos EUA é bastante ilustrativo das questões envolvidas. Como já mencionado, a quebra do Lehman Brothers provocou uma onda de insegurança que paralisou o sistema interbancário nos EUA, o coração do sistema financeiro no país, e no mundo. Uma das primeiras reações do governo foi a solicitação de US\$ 700 bilhões ao Congresso, apresentada pelo secretário do Tesouro, Henry Paulson, para socorrer os bancos por meio da compra de títulos de suas carteiras. A proposta provocou grande controvérsia, por incluir o requerimento explícito de poder para definir o preço pelo qual os títulos seriam comprados e também a garantia de imunidade de suas decisões contra qualquer instância judicial que viesse a questioná-las (Krugman, 2008).

A controvérsia concentrou-se na questão dos preços. O influente colunista Martin Wolf (2008), do *Financial Times*, colocou o problema nesses termos:

O problema fundamental com o esquema de Paulson, na forma proposta, é, portanto, o de que não constitui nem a solução necessária e nem uma solução eficiente. E não é eficiente porque só seria capaz de lidar com a insolvência ao adquirir maus ativos por valor muito superior ao justo, o que garantiria grandes prejuízos para os contribuintes e ofereceria um resgate sem limites claros aos mais irresponsáveis dos investidores. Além disso, esses ativos sofriam de falta de liquidez exatamente porque estimar seu valor era tão difícil. O governo correria o risco de ver seus cofres recheados de imensas quantias de papéis podres superavaliados, mesmo que tente evitar essa situação. Igualmente reprovável, ainda que mais em termos de forma que de fundamento, era a ideia de poderes ilimitados ao Tesouro.

Deixemos de lado a afirmação de que havia uma solução melhor, na forma de ação do Fed, porque essa ação de fato ocorreu nesses mesmos dias: enquanto o Congresso discutia, o Fed colocou no sistema US\$ 800 milhões e equacionou o problema agudo de forma imediata. O preço pago pelo Fed, contudo, não foi revelado, ao contrário do que o Congresso e a imprensa cobravam do Tesouro.

O texto de Wolf (2008), contudo, coloca precisamente o problema. O socorro foi feito por meio da aquisição de papéis de baixa ou nenhuma liquidez, com preços fortemente deprimidos no mercado.

A defesa de agir dessa forma é conhecida: (i) se o BC comprar os papéis no nível em que se encontram no mercado, estará de fato reconhecendo a quebra do banco, e teria que colocá-lo sob intervenção ou liquidá-lo, a depender da legislação; (ii) se comprar a um preço um pouco menor que o anterior à crise e bem maior que o preço deprimido, estará de fato salvando o sistema e poderá revender os papéis depois, com lucro, de forma a ressarcir as perdas. Nesse caso, caberá então aos diretores do BC estabelecer o preço de venda adequado, com base em sua própria avaliação.

Em depoimento no Congresso, o presidente do Fed, Ben Bernanke, defendeu abertamente que o Fed deve estabelecer esse preço por conta própria e desconsiderar o preço de mercado, que estaria deprimido “artificialmente” pela crise.

Além disso, não se sabe em que condições a negociação da compra foi feita, em termos da recompra das garantias. A depender dessa cláusula, o banco beneficiado pode ter ficado com o direito de recomprar as garantias a preços menores que os vigentes depois da crise, com o mercado já recuperado.

Brasil: ações do BCB em setembro-outubro de 2008

A quebra de três grandes bancos (Econômico e Nacional, em 2005; Bamerindus, em 2007) marcou um dos períodos mais controversos na trajetória do sistema bancário brasileiro e na atuação do BCB. A marca distintiva do período foi a criação do Proer, processo com que se tentou encobrir o tamanho da intervenção do BCB e o desrespeito à legislação vigente.

Depois dos problemas ligados ao Proer e à intervenção do BCB na crise cambial, em janeiro e fevereiro de 1999, em especial as controvérsias sobre o caso Marka/Cindam, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101), de 04/05/2000, retomou a normatização dos empréstimos do BC a bancos. Pelo texto da Lei, no artigo 28, ficava proibida a utilização de “recursos públicos” para socorrer instituições do sistema financeiro nacional, podendo o BCB operar apenas na forma de redesconto e de empréstimos com prazo inferior a 360 dias.

Entendeu-se do texto que o BCB estava proibido de operar como prestador de última instância, a não ser no caso de instituições solventes, capazes de oferecer títulos públicos como garantia de empréstimos do BC. Contudo, já no início da sua redação, o artigo 28 estabelecia a ressalva de que a vedação deveria ser observada “salvo mediante lei específica”. As preocupações manifestadas por alguns com um possível engessamento da capacidade de intervenção do BC em uma situação de crise foram rapidamente desfeitas nos episódios de setembro-outubro de 2008, na esteira da onda de choque provocada pela quebra do banco Lehman Brothers dos EUA.

Como se sabe, a onda de aversão ao risco nos mercados mundiais provocou forte valorização do dólar, amplificada no Brasil pelos rumores de dificuldades de bancos médios e pequenos, de um grande banco e de muitas empresas exportadoras que haviam realizado operações de proteção de grande risco no caso de forte desvalorização do real (OLIVEIRA, 2009; FREITAS, 2009; FARHI e BORGHI, 2009). O câmbio saltou de R\$ 1,70 por dólar para quase R\$ 2,50 em prazo curto, o que de fato quebrou algumas dessas empresas e precipitou uma enorme fuga de depositantes no interbancário em relação a esses bancos de porte pequeno e médio.

A reação do governo foi imediata. Em 06 de outubro foi editada a Medida Provisória 442, facultando ao Conselho Monetário Nacional “estabelecer critérios

e condições especiais de avaliação e de aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central do Brasil em operações de redesconto [...] ou em garantia de operações de empréstimo em moeda estrangeira”.

Como costuma ocorrer em textos dessa ordem, não foram oferecidos parâmetros para limitar essa faculdade, em especial no que se refere ao preço de aceitação dessas garantias. Sem essa limitação de preço e da natureza das garantias, o BCB ficava autorizado a agir da forma que lhe parecesse mais adequada, inclusive porque o mesmo artigo, no item II, autorizava o BCB a aceitar, “em caráter complementar às garantias oferecidas nas operações, garantia real ou fidejussória outorgada por acionista controlador, por empresa coligada ou por instituição financeira”.

A MP foi transformada na Lei 11.882, de 23/12/2008, e seu verdadeiro alcance só veio a ser percebido com a rumorosa entrevista concedida pelo então Diretor de Política Monetária do BCB, Mario Torós, ao jornal Valor Econômico um ano depois, em 13/11/2009. A expressão “jogamos dinheiro de helicóptero para combater a crise de liquidez” é forte o suficiente para evidenciar que o BCB ofereceu liquidez ao mercado segundo a lógica do que era ou pareceu necessário para estancar a desconfiança. Na entrevista, o então diretor do BCB não deu detalhes sobre datas e montantes operados, nem sobre as garantias oferecidas, sua natureza ou o preço com que foram aceitas pelo BCB. É correto supor que as operações foram iniciadas antes da edição da MP 442, em 06/10, e que esta teria sido editada de fato para oferecer amparo legal às iniciativas já em curso.

Sempre segundo Torós: “Ficávamos todos dentro da sala, em volta do computador, até decidir qual medida teria exatamente o efeito desejado”. Decidido o volume de dinheiro a liberar, entraram em cena dois diretores de carreira do BC – Antônio Gustavo Matos do Vale (liquidações) e Anthero de Moraes Meirelles (administração) – para ajudar a **transformar as decisões em circulares e resoluções**. “Não sei fazer isso. A participação desses diretores foi fundamental”, afirmou Torós.

Sobre a data de início, o diretor informou que “a choradeira” das empresas e dos bancos teria começado apenas dois dias depois da quebra do Lehman, em 16 ou 17 de setembro, portanto. O texto da matéria do jornal Valor Econômico é esclarecedor:

A choradeira não demorou a começar. Apenas dois dias depois da quebra do Lehman, a caixa de e-mails do diretor de política monetária do BC ficou abarrotada de mensagens de diretores de grandes empresas e de operadores de bancos, com súplicas de intervenção da autoridade no

mercado para reduzir as perdas que suas empresas estavam prestes a sofrer. As mensagens tinham um tom dramático. Num desses e-mails, com data de 17 de setembro de 2008, o diretor financeiro de uma grande companhia exportadora deu informações úteis ao Banco Central. Revelou que as empresas haviam utilizado instrumentos tradicionais na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) para se proteger da apreciação cambial.

O autor da mensagem teria alardeado haver risco de “disrupção”, de modo a pressionar o BCB a vender dólares, apontando os resgates de CDB de bancos pequenos e médios pelas empresas sob ameaça de perdas nos derivativos, o que deixava esses bancos sob grande ameaça de uma crise de liquidez. Mensagens desse tipo continuaram a chegar, mas Torós declarou ter “resistido às pressões”, alegando que o câmbio era flutuante “e o BC não faria intervenções naquele momento, antes de saber a dimensão da crise”. Nada foi dito, portanto, sobre a data em que o dinheiro foi introduzido no mercado em grandes quantidades, “de helicóptero”, nem que motivos teriam levado a diretoria do BCB a fazê-lo, já que nos primeiros dias a decisão teria sido de resistir e aguardar.

A entrevista contém também diversos detalhes sobre a comunicação direta de diretores de bancos e de grandes empresas com os diretores do BCB e sobre o clima em que as questões foram analisadas e as decisões por fim adotadas.

Pouco se sabe a essa altura sobre o que de fato ocorreu, inclusive por ter se formado um amplo consenso entre o BCB, o governo e as lideranças de bancos e empresas em torno da tese de que o Brasil não foi afetado pela crise por ter um sistema bancário “sólido”, bem regulado e fortalecido pelo Proer. As declarações de Torós colocam essas afirmativas sob grande dúvida, inclusive por não terem sido desmentidas.

As declarações do diretor confirmam a capacidade do BCB de agir por sua própria iniciativa, independente das restrições legais existentes, como em 1995. Mostram também a capacidade de criar em seguida não apenas um consenso político em torno de suas iniciativas, mas também as normatizações legais que amparam *ex post* as medidas adotadas seguindo seu arbítrio e sua própria avaliação sobre a situação a enfrentar. Nos dois casos, a quantidade de dinheiro colocado no mercado foi decidida em cima do que se entendia ser a demanda, sem prestação de contas sobre quantidades e condições em que isso foi feito.

Propostas

O tratamento institucional da função de prestador de última instância dos BC representa um desafio enorme para as democracias. Não há soluções simples, diante da complexidade da questão e da magnitude dos interesses envolvidos. Qualquer solução será complicada, com diversos senões e dúvidas, o que justificou aqui o quase unânime silêncio da legislação e das forças políticas pelo mundo afora.

Não fazer nada, e deixar tudo ao arbítrio dos diretores dos BC, é uma solução de fato, em que se preserva um instrumento indispensável para a estabilidade do sistema financeiro e se preserva a segurança jurídica dos diretores dos BC que devem acionar o mecanismo. Essa solução de fato prejudica a democracia e a sociedade, pois entrega a um grupo de “técnicos” a capacidade discricionária de comprometer as finanças públicas e salvar empresas quebradas com dinheiro do Estado, e dificulta sobremaneira que a sociedade possa avaliar o que foi feito em cada situação específica.

A alternativa de eliminar essa função dos BC é inviável. Não é possível desenvolver uma economia monetária, baseada no crédito, sem o risco de crises de liquidez agudas. Se for aprovada uma proibição de socorro de liquidez pelo BC, e se a proibição se tornar crível, o sistema financeiro irá operar abaixo do seu potencial, com reflexos negativos sobre o investimento e a produção. O mais provável, porém, é que a proibição de fato não seja crível, mas sim ingênua. Confiantes em que BC e governo não ficarão impassíveis diante da ameaça de uma crise financeira de grandes proporções, as instituições financeiras confiarão que o socorro virá, de uma ou de outra forma, e atuarão nas fases de otimismo tendo em conta essa premissa – ou seja, correrão os riscos por elas desejados, confiantes de que, em uma crise grave, o BC intervirá, com anuência da sociedade, e o fará de forma discricionária, de acordo com as circunstâncias.

A alternativa oposta é regulamentar detalhadamente as circunstâncias e a magnitude em que o BC poderá socorrer bancos em dificuldades, estipulando critérios e limites claros, inclusive custos, prazos e modalidades de crédito que poderão ser oferecidas. Essa alternativa teria o mérito de estabelecer orientações precisas para os diretores de um BC, além de definir os limites que um banco não deveria ultrapassar, sob pena de se ver privado de socorro em caso de uma situação imprevista. A crítica imediata à eficácia dessa alternativa é que os bancos

passariam de imediato a operar nos limites de risco permitidos por essa legislação detalhada, com forte indução para aumento do risco do sistema, o que tenderia a ampliar a probabilidade de ocorrer uma crise grave no futuro.

Dessa forma, mesmo que por eliminação, é possível traçar um desenho básico da melhor regulação possível. Essa legislação deveria admitir que a função de prestador de última instância é legítima e autorizar que seja executada, mas exigir o máximo de transparência e prestação de contas, em prazo curto e em termos acessíveis à sociedade, além de estabelecer sempre uma forte penalização patrimonial aos proprietários da instituição socorrida, além de penalizações claras para seus diretores que tenham executado ou permitido condutas e práticas dos bancos que tenham contribuído para a formação do problema que requereu o comprometimento de recursos públicos para preservar a estabilidade financeira.

Trata-se de deslocar a legislação restritiva para a avaliação de fatos ocorridos, e não para delimitação prévia do que um BC pode ou não fazer. Trata-se também de estabelecer que o socorro deverá ser necessariamente acompanhado de contrapartidas para defesa da sociedade e de punição dos responsáveis em caso de má conduta, além de assegurar transparência suficiente para que os episódios possam ser objeto de investigação e de debate público.

O desenho básico dessa legislação pode ser esboçado da forma que segue.

1. A legislação reguladora deve ser aprovada no Parlamento, fora do BCB e do Executivo, portanto, como é usual em uma democracia.
2. A legislação deve conter princípios gerais, em torno de garantias líquidas e seguras oferecidas pela instituição beneficiada, registro e formalização de contrato, prazo curto.
3. O BC deve ser proibido de ultrapassar as regras, a menos que haja motivos relevantes; caso sua diretoria entenda que determinada situação assim se configura, o BC deve estar autorizado a ir além dos limites da legislação, adotando as formas e os montantes que julgar necessários. Nesses casos, o BC deve amparar as decisões com a formalização de excepcionalidade e os contratos firmados devem conter essa indicação de forma clara.
4. Nos casos de contratos excepcionais, o contrato firmado pelo BC com o beneficiado deverá conter, necessariamente:
 - a) as justificativas do BC para a operação;

- b) os juros cobrados e, no caso de títulos que não sejam do Tesouro Nacional, os preços a que foram aceitos, os quais deverão seguir as condições de mercado do momento da operação;
 - c) o montante do capital do beneficiado oferecido com garantia e o preço a que as ações foram aceitas para formar a garantia, os quais deverão observar as condições de mercado no momento em que a operação for realizada;
 - d) a indicação explícita de que a decisão de reverter a operação cabe exclusivamente ao BC e deverá sempre ser feita pelos preços de mercado na ocasião da reversão.
5. Realizada a operação, o BC terá sempre um prazo de duas a quatro semanas para informar todos os termos do negócio a uma Comissão do Parlamento, à qual caberá apreciar as justificativas oferecidas e as condições adotadas.
6. A Comissão do Parlamento deverá manter sigilo sobre as informações por um prazo de até seis meses, findos os quais o processo deverá ser dado público, juntamente com a avaliação detalhada da Comissão sobre os termos do que foi realizado pelo BC.

Em suma, a legislação deve preservar:

- (i) a agilidade e a discricionariedade dos BC diante de uma crise;
- ii) a possibilidade de responsabilização dos diretores dos BC que promovam essas operações, a depender da avaliação de sua conduta;
- (iii) a sinalização de punições graves para diretores e acionistas de bancos e instituições financeiras que desenvolvam orientações e práticas imprudentes, capazes de por em risco a solvência do sistema financeiro;
- (iv) a defesa das finanças públicas diante das perdas decorrentes da assunção de prejuízos privados, por meio da transferência do patrimônio das instituições socorridas para o Estado, até que os custos do socorro sejam integralmente ressarcidos;
- (v) a ampla divulgação dos detalhes da operação, de modo que a sociedade possa discuti-los e interferir no desfecho do processo.

Dito de outra forma: as operações de socorro de última instância devem ser autorizadas e previstas em lei; tudo deve ser dado a público, em tempo razoável, para permitir a politização do processo; qualquer operação especial deve ter, como contrapartida, garantias que envolvam o controle acionário da instituição

beneficiada; não pode haver reversão sem penalizações, com o que a estatização do beneficiado estará entre os desdobramentos possíveis, cabendo avaliar depois a venda da instituição saneada ou sua incorporação a instituições estatais.

Algumas lições, muitas dificuldades

Os episódios recentes deixam algumas lições importantes, sobre a natureza e a extensão do poder de que dispõem os BC e das dificuldades para regulamentá-lo e para proteger a sociedade contra as perdas com que deverá arcar.

A magnitude e rapidez da intervenção nos episódios de 2008 nos EUA contesta fortemente o mito de que o Estado se enfraquecera nas últimas décadas. O Estado forte revelado naquele momento desmente a tese de que o predomínio das políticas liberalizantes, ou neo-liberais, havia reduzido o poder do Estado em proveito do poder do mercado. Ao contrário, essas políticas trataram de fortalecer a capacidade do Estado de agir com prontidão e sem limites em proveito do mercado, para socorrer o grande capital, sempre que necessário, e na medida requerida, sem limites, e contando para isso com apoio ou consentimento da opinião pública e da ampla maioria das forças políticas.

O exercício da função de prestador de última instância no final de 2008 mostrou a grande dificuldade para estabelecer regras para a ação do BC, mesmo que apenas depois do ocorrido, quando se trata de consolidar as perdas. Passado o momento agudo, o processo cai no esquecimento, e os poderes especiais voltam ao esquecimento, tratados como episódios isolados que não requerem medidas de controle nem regulamentação. Afinal, sempre se espera que nunca voltem a ser utilizados e permaneçam como uma mão invisível... mas sempre à disposição quando for necessária.

A dissimulação dos problemas envolvidos é facilitada pelo espectro de que seria isso ou a crise bancária catastrófica. Colocada nesses termos, a escolha já está definida, pois não se aceita que deva ocorrer uma crise bancária. Essa é a camisa-de-força a romper: não se trata de discutir se deve ou não haver empréstimos do BC em situações de grave ameaça de crise bancária. Trata-se, isso sim, de discutir quando deve haver a intervenção, como deve ser feita, com qual montante de recursos, e de que forma devem ser ressarcidos os prejuízos e como devem ser penalizados os responsáveis. Afinal, está sempre presente a possibilidade de que a ação do Estado, necessária para evitar uma catástrofe que penalizaria os mais

pobres, termine por preservar e até consolidar a riqueza acumulada por quem se beneficiou com a euforia que levou à crise.

Avançar na regulamentação da função de prestador de última instância depende de uma coalização política disposta a enfrentar os poderosos interesses do sistema financeiro. As lições recentes não são animadoras. Uma experiência brasileira merece ser lembrada. O projeto para regulamentação do artigo 192 da Constituição, elaborado na assessoria da Confederação Nacional dos Bancários da CUT, CNB/CUT (hoje Contraf-CUT) foi encaminhado ao Congresso por um deputado então do PT, na forma de projeto de lei, mas o partido abandonou o projeto e as propostas ao assumir o governo federal. No início de 2003 a bancada petista aprovou projeto do senador José Serra para “simplificar” o artigo 192 e dessa forma garantir que não fosse regulamentado. Com isso, foram mantidas na penumbra questões de grande relevância, como a função de prestador de última instância.

Referências bibliográficas

- Almeida, Júlio S.G.; Freitas, M.C.P. (1998). “A regulamentação do sistema financeiro”. Campinas, IE/Unicamp, Texto para Discussão 63, 64 p.
- Bagehot, Bagehot, W (1873) ‘Lombard Street: A Description of the Money Market’, London, H S King.
- BUITER, Willem (2009). “Quantitative and qualitative easing again”. Willem Buiter Homepage, 11/01/2009, acesso em 02/05/2011.
- BULLIO, Olivia; FERRARA, Daniel; CUNHA, Patrícia H. F.; CARVALHO, Carlos E. (2011). “A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira”. Campinas, Unicamp/IE, *Economia e Sociedade*.
- CAMPOS, Segundo (2008). “El prestamista de última instancia: Extensiones al enfoque tradicional”. Buenos Aires, Iniciativa para la Transparencia Financiera, Lectura 35, 17 p. (www.itf.org.ar).
- CARVALHO, Carlos E. (2005) “Ocultamento e mistificação nas relações do Banco Central com os bancos: notas sobre a experiência brasileira”. Florianópolis, *Política & Sociedade*, v. 1, n. 6, p. 195-220.
- CARVALHO, Carlos E. (2008). “Intervenção estatal e distribuição das perdas: a MP 442 e os preços das garantias oferecidas por instituições socorridas”. Rio de Janeiro, Corecon-RJ e Sindecon-RJ, *Jornal dos Economistas*, 232, p. 11-12, nov.

- CARVALHO, Carlos E.; OLIVEIRA, Giuliano C.; MONTEIRO, Marcelo B. (2010). "O Banco Central do Brasil: institucionalidade, relações com o Estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático". Brasília, IPEA, Texto para Discussão 1518, 58 p.
- CECCHETTI, Stephen G. (2009). "Crisis and responses: the Federal Reserve in the early stages of the financial crisis". *Journal of Economic Perspectives*, v. 23, n. 1, winter, p. 51-75.
- CHIANAMEA, Dante R. (2010). "Empréstimos em última instância: conceitos e evolução". Campinas, Unicamp, Instituto de Economia, Tese de Doutorado.
- CROTTY, James; EPSTEIN, Gerald (2008). "The Costs and Contradictions of the Lender-of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007 – 2008". University of Massachusetts, Amherst, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI). draft, October.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2000). "A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira". São Paulo, USP/FEA, *Estudos Econômicos*, vol. 30, nº. 3, jul.-set., p. 397-417.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2000). "A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira". São Paulo, USP/FEA, *Estudos Econômicos*, vol. 30, nº. 3, jul.-set., p. 397-417.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2003). "O marco legal das relações entre o banco central, o poder político e o sistema bancário: exame de alguns casos nacionais". São Paulo, *mimeo.*, 32 p.
- FREIXAS, Xavier, Curzio Giannini, Glenn Hoggarth, and Farouk Soussa, 1999, "Lender of Last Resort: A Review of the Literature," *Financial Stability Review*, Issue 7, November (London: Bank of England).
- GOODHART, Charles; ILLING, Gerhard (eds.) (2002). *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: a reader*. Oxford and New York, Oxford University Press, 558 p.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1993) *A Financial History of Western Europe*. Oxford and New York, Oxford University Press, 524 p.
- KRUGMAN, Paul (2008). "Dinheiro por lixo". São Paulo, *Folha de S.Paulo*, 23/09/2008.
- WOLF, Martin (2008). "Plano Paulson não é a solução". São Paulo, *Folha de S.Paulo*, 24/09/2008.