

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA
CAMPUS SANTANA DO LIVRAMENTO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**CICLOS ECONÔMICOS E INSTABILIDADE FINANCEIRA: O BANCO CENTRAL
DO BRASIL COMO EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA**

MARCOS ADRIANO DE FREITAS DOS SANTOS

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
(TCC)**

Santana do Livramento

2022

MARCOS ADRIANO DE FREITAS DOS SANTOS

**CICLOS ECONÔMICOS E INSTABILIDADE FINANCEIRA: O BANCO CENTRAL
DO BRASIL COMO EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado
como requisito para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas pela
Universidade Federal do Pampa - UNIPAMPA.

Orientadora: Dra. Ana Luísa de Souza
Soares

Santana do Livramento

2022

RESUMO

Com a crise imobiliária do *subprime* 2008, a ação do Banco Central como prestador de última instância foi essencial para amenizar seus efeitos, tendo sua atuação ocorrendo nos EUA e se estendendo para a União Europeia. No Brasil seus efeitos foram limitados em decorrência da sua regulamentação, do *boom* das *commodities* e da boa situação de suas reservas, mesmo com os efeitos da crise limitados o Banco Central do Brasil (BACEN) teve sua atuação como prestador de última instância, criando mecanismos de liquidez para a economia. Depois da crise ocorreu uma recessão que degradou os fundamentos da economia brasileira com o aumento da dívida pública em função da política econômica adotada na época. A presente pesquisa tem por objetivo analisar a condição do BACEN de atuar como prestador de última instância, em um cenário de instabilidade financeira e frente ao aumento da dívida pública, estando o país estagnado em uma fase decrescente do ciclo econômico. Para fazer essa análise se utilizou o método hipotético dedutivo baseado nas políticas Keynesiana e pós-Keynesiana, sendo um estudo qualitativo e fundamentado em pesquisa bibliográfica e documental, secundária e primária. Com o presente estudo se observou, que com a não reversão do ciclo econômico desde 2014 e com a emissão de títulos da dívida comprometida, devido ao seu aumento em relação ao PIB, o BACEN teria sua atuação adequada como prestador de última instância comprometida.

Palavras- Chave: Banco Central, Dívida pública, Tesouro Nacional

ABSTRACT

With the 2008 subprime housing crisis, the Central Banks role as a lender of last resort was essential to mitigate its effects, with its operations taking place in the US and extending to the European Union. In Brazil, its effects were limited due to its regulation, the commodities boom and the good situation of its reserves, even with the limited effects of the crisis, the Central Bank of Brazil (BACEN) acted as a lender of last resort, creating mechanisms of liquidity to the economy. After the crisis, there was a recession that degraded the fundamentals of the Brazilian economy with the increase in public debt due to the economic policy adopted at the time. The present research aims to analyze the condition of BACEN to act as a lender of last resort, in a scenario of financial instability and in view of the increase in public debt, with the country stagnating in a decreasing phase of the economic cycle. To make this analysis, the hypothetical deductive method was used based on Keynesian and post-Keynesian policies, being a qualitative study and based on bibliographic and documentary research, secondary and primary. With the present study, it was observed that with the non-reversal of the economic cycle since 2014 and with the issuance of debt securities committed, due to its increase in relation to PIB, BACEN would have its proper performance as a lender of last resort compromised.

Keywords: Central banks, Public debt, national treasure

LISTA DE GRÁFICOS

Gráficos 1- Investimento direto no país- (US\$ milhões)	28
Gráficos 2- Taxa de câmbio R\$ / US\$ (% a.a.)	29
Gráficos 3- Ipca - taxa de variação - (% a.a.).....	30
Gráficos 4- PIB brasileiro - taxa de variação - (% a.a.).....	31
Gráficos 5- Resultado primário do governo central em (R\$ bilhões).....	32
Gráficos 6- Dívida bruta do governo geral e dívida líquida do setor público em (% do PIB). 33	
Gráficos 7- Dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI) total e DPMFI em poder do Banco Central em (R\$ trilhões)	38
Gráficos 8- Pagamentos correntes de encargos da carteira de títulos do BACEN em	41
Gráficos 9- Refinanciamento e pagamento do principal da carteira de títulos do BACEN.....	41
Gráficos 10- Emissões para recomposição da carteira livre (aportes) e cobertura de resultados negativos.	42

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Operações em moeda estrangeira (US\$)	37
---	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	Objetivos.....	10
1.1.1	Objetivo geral	10
1.1.2	Objetivos específicos.....	10
1.2	Justificativa	11
1.2	Metodologia	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	Ciclos econômicos e instabilidade financeira	14
2.1.1	Ciclos econômicos descritos por j.m. keynes	14
2.1.2	A instabilidade financeira na percepção de h. Minsky	16
2.2	Liquidez e dívida publica	18
2.2.1	Instrumentos de controle da oferta monetária	18
2.2.2	Liquidez e empréstador de última instância.....	19
2.2.3	Liquidez e dívida pública	21
3	DEGRADAÇÃO DOS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA	24
3.1	A atuação do banco central do eua e eu na crise de 2008: cenário externo.....	24
3.2	As respostas imediatas do brasil a crise de 2008 e a reversão do ciclo econômico	26
3.2.1	A política monetária e fiscal em linhas gerais	26
3.2.2	A reversão da fase do ciclo econômico brasileiro	27
3.2.3	A degradação dos fundamentos fiscais: o crescimento da dívida	31
4	A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA REVERSÃO DO CICLO E A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	34
4.1	Definindo as fases do ciclo econômico brasileiro entre 2008 e 2018	35
4.2	A atuação do banco central do brasil, no controle da liquidez, por operações de redesconto e compromissadas.....	36
4.3	Relação entre o tesouro nacional e banco central do brasil.....	39
4.4	Regulação do sistema financeiro nacional (sfn)	43
4.5	Análise final	45
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51

1. INTRODUÇÃO

Com o estouro da bolha imobiliária em 2008, a ação de Banco Central como prestador de última instância para amenizar os efeitos da crise se tornou algo que merece atenção. Esse tipo de atuação aconteceu nos Estados Unidos se estendendo para a União Europeia. Com as agências hipotecárias ficando sem dinheiro, bancos de investimentos ficando insolventes e o banco de investimento Lehman Brothers declarando falência, as bolsas de todo mundo começaram a entrar em pânico, a garantia pela liquidez do sistema se fez necessária. A Crise atingiu a Bolsa de Valores de diversos países, graças a sofisticação dos sistemas financeiros de países desenvolvidos e a globalização dos processos financeiros especulativos (MENDES, 2016).

A atuação do Banco Central americano (FED), por exemplo, aconteceu articulando aquisições entre os bancos, comprando ações de agências de securitização e bancos de investimento, contribuindo com a estabilização da liquidez do sistema financeiro (MENDES, 2016). Já o Banco Central europeu (BCE), teve sua atuação contida na crise, pois a sua forma de regulamentação não visava proteger os países da zona do euro com a concessão de crédito em possíveis crises financeiras, mas tinha a prioridade de proteger o euro enquanto moeda. O BCE até atuou com a compra de títulos, mas pouco expressiva. Com isso, a crise imobiliária de 2008 teve um maior impacto na União Europeia, graças a falta de atuação do Banco Central Europeu (ANDRADE, 2015).

Quando se analisa o Brasil, a Crise Imobiliária teve uma repercussão limitada ao comparar com as economias já citadas, isso acontece quando se compara o tempo da recessão quanto sua repercussão no sistema financeiro e no mercado de trabalho (MESQUITA, 2010). Com o enfoque em explicar as causas da economia brasileira não sofrer maiores impactos com a crise de 2008, observa-se que a regulamentação do sistema financeiro brasileiro, o *boom* das *commodities* e a situação das reservas brasileiras no período contribuíram para essa limitação. O Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN) são os responsáveis pela regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A atuação dessas instituições na Crise de 2008, foi de forte regulamentação econômica, e de medidas preventivas que foram capazes de contornar os efeitos negativos. O BACEN - instituição em foco nesse trabalho - cria regras e procedimentos que desencorajam práticas que sejam consideradas prejudiciais ao interesse social e por consequência econômico (LOBATO, 2017).

A valorização nos preços das *commodities* brasileiras que aconteceu de 2003 a 2011, também conhecido como *boom* das *commodities*, ocasionou uma melhora na economia tornando o seu crescimento econômico mais robusto. Essa valorização se deu pelo aumento da demanda externa, muito em decorrência do efeito-China, que aumentou a demanda por exportação da América Latina. Com essa melhora da economia, ocasionada pelo *boom*, o país teve melhores condições de enfrentar a crise (BLACK, 2015). Em 2006 o BACEN, optou por mudar sua política de reservas internacionais, começando a acumular reservas, na crise de 2008 essas reservas acumuladas foram essenciais para amenizar seus efeitos. Mesmo não tendo o mesmo impacto de outros países, o Brasil também precisou da atuação direta do Banco Central, um grupo de bancos de pequeno e médio porte tiveram problemas com a crise e o BACEN assumiu o papel de prestador de última instância, criando mecanismos de liquidez para a não propagação da crise (DE HOLANDA, 2011).

No pós-crise de 2008, com uma soma de frustrações com a receita pública, com a concessão de incentivos na adoção da política econômica anticíclica, e com a manutenção do crescimento por gastos públicos, aconteceu um aumento da dívida pública em função de uma redução do superávit primário. Ou seja, a intervenção governamental e seus estímulos fiscais gerou a deterioração das contas públicas. O conjunto de um déficit primário crescente com um substancial aumento da dívida elevou o risco do Brasil, fazendo diminuir sua credibilidade (BARBOSA, 2017).

Superando o desempenho negativo do PIB de 2009, em 2010 no último ano do governo Lula a economia cresceu 7,5% e com sua popularidade perto dos 80% contribuiu para a eleição de sua sucessora Dilma Roussef. No final daquele ano a economia já começava a apresentar problemas de um intenso aquecimento, dado o mercado de trabalho com desemprego de períodos anteriores, o salário real aumentava muitas vezes acima do crescimento da produtividade e do aumento da inflação. De 2011 a 2014, com o aumento dos salários reais somando-se ao grande crescimento dos gastos públicos, redução das taxas de juros e expansão creditícia resultou em grande grau de endividamento público. A resposta da economia brasileira a Crise de 2008 envolveu o país em um estágio do ciclo econômico descendente, graças a política expansionista que havia perdido a validade. O país chegou em uma recessão que não se mostrou a mais profunda, mas de grande duração. Em 2015 foi promovido um ajuste, com o objetivo de melhorar a situação do Balanço de Pagamentos e conter os gastos públicos, ajuste

esse que não teve consequências no curto prazo, pois foi feito de forma tardia (GIAMBIAGI, 2016).

Em 2016, com o afastamento de Dilma em função de uma crise política que tinha se instaurado no país, o até então vice-presidente Michel Temer assumiu o cargo de Presidente da República. Com a adoção de política pró cíclica, seu governo foi marcado por implementar fortes reformas econômicas estruturais no âmbito fiscal e monetário. O país saiu da recessão que ocorreu entre 2014-2016, e entrou em uma longa estagnação que refletia a baixa atividade produtiva. O governo utilizou a queda dos juros como instrumento para a retomada do crescimento; o movimento ainda que necessário não se mostrou suficiente para a retomada do crescimento (AGUIAR, 2020).

Segundo Keynes (2017), a regularidade é uma característica dos ciclos econômicos; com a evolução dos sistemas, as forças que jogam o sistema para cima agem de forma cumulativa, mas com o tempo vão perdendo a sua potência e são trocadas por forças opostas, que jogam o sistema para baixo da mesma forma. Partindo da afirmação que as crises financeiras são cíclicas, em uma eventual, nova, crise financeira provavelmente será preciso que os principais Banco Centrais no mundo atuem novamente como emprestadores de última instância. Considerando a degradação dos fundamentos da economia brasileira pelos sucessivos anos de recessão e estagnação econômica, considerando que o Tesouro Nacional é o financiador do Banco Central, e considerando uma dívida interna comprometendo boa parte do produto interno bruto (PIB) do país atualmente (CHIANAMEA, 2010); nesse complexo cenário traçado, o Banco Central do Brasil (BACEN) teria condições de atuar como emprestador de última instância frente ao aumento da dívida pública?

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a condição do Banco Central do Brasil (BACEN) de atuar como emprestador de última instância, em um cenário de instabilidade financeira e frente ao aumento da dívida pública, estando o país estagnado em uma fase decrescente de ciclo econômico.

1.1.2 Objetivos Específicos

- a) Apresentar o sistema interpretativo de ciclos econômicos keynesianos.
- b) Apresentar a degradação dos fundamentos da economia brasileira que caracterizam uma fase do ciclo econômico, a decrescente ou recessiva, a partir do ano de 2010.
- c) Especificar a atuação direta do Banco Central Brasileiro a partir do ano de 2008 em ações de reversão do ciclo e regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN).
- d) Caracterizar como o Tesouro Nacional financiou as operações do BACEN entre os anos de 2008 e 2018.

1.2 Justificativa

Esta pesquisa tem como finalidade apresentar a importância de ter uma economia saudável para que o Banco Central do Brasil (BACEN) possa atuar como prestador de última instância frente a uma nova e eventual crise financeira, caso assim seja necessário. Os Bancos Centrais do mundo mostraram sua relevância durante a crise hipotecária de 2008, atuando para que seus efeitos não tenham sido ainda piores como os efeitos ocorridos na Grande Depressão de 1929.

Durante uma recessão os prestadores de última instância estabilizam os preços e os mercados financeiros para conter ou transformar uma redução de renda graças aos traumas financeiros. Os prestadores garantem o financiamento para que não ocorra um processo em cadeia que leve a uma grande depressão, acontecendo antes da queda da renda para que assim se possa estabilizar a economia. Este financiamento é fundamental pois a economia moderna apresenta falhas específicas e inevitáveis que naturalmente levam a instabilidade, tornando necessário estudar as condições de atuação para este financiamento (MINSKY, 2013).

Porém, a atuação como prestador de última instância está atrelada a capacidade de financiamento dos Bancos Centrais pelos Tesouros Nacionais, no controle da liquidez dos mercados e mesmo na compra de carteiras privadas que possam gerar pânico ou o agravamento da crise. E pela atuação ocorrida na economia americana e europeia, uma dúvida que surgiu na literatura era, uma vez que políticas anticíclicas geraram a degradação das contas públicas

nesses países, se em uma nova crise financeira os Bancos Centrais poderiam operar da mesma forma.

Os fundamentos econômicos e a regulação do sistema financeiro e bancário na economia brasileira fizeram que a recessão e estagnação que seguiram aos anos de 2014, fossem atribuídas a modalidade de políticas anticíclicas e não especificamente a uma atuação do BACEN; mas, ainda assim, a mesma questão que orienta algumas discussões para as economias estrangeiras também pode ser feita a nossa. Logo, estudar a capacidade do Tesouro Nacional em financiar o BACEN se mostrou de suma importância graças ao relativo aumento da dívida pública nos últimos anos, principalmente depois da recessão de 2014 (ALVES, 2018).

No debate acadêmico, a pesquisa busca contribuir para futuras pesquisas sobre o tema mostrando importância de considerar a dívida pública quando se analisa a capacidade Banco Central de atuar como prestador de última instância. O estudo mostra sua relevância perante a sociedade, pois frente a uma crise, se o Banco Central não tiver condições de atuação a sociedade sentiria o impacto mais profundo de uma depressão.

Durante a graduação, o tema que mais despertou o meu interesse e minha curiosidade foi o estudo dos Ciclos Econômicos de Keynes, investigando o estudo sobre o tema conhecido Minsky que apresenta a atuação do Banco Central como financiador de última instância nas crises financeiras, ao analisar a atuação dos Bancos Centrais do mundo na crise de 2008 e pensando no Brasil em uma futura crise foi delimitado o objeto da presente pesquisa.

1.2 Metodologia

Referente aos métodos que serão utilizados no presente trabalho, se considera que para o objetivo principal de analisar se o Banco Central do Brasil (BACEN) teria condições de atuar como prestador de última instância, frente ao aumento da dívida pública, seja alcançado será utilizado, no presente estudo, o método lógico dedutivo baseado na teoria Keynesiana e pós-Keynesiana. Segundo Munhoz (1989), o método dedutivo parte de conclusões geradas a partir de conceitos estabelecidos como verdadeiros, devido a sua lógica, são abstrações que estabelecem o significado dos fenômenos em decorrência do raciocínio do investigador.

Em relação aos objetivos auxiliares propostos utilizar-se-á: para apresentar o sistema interpretativo de ciclos econômicos keynesianos; e a degradação dos fundamentos da economia brasileira que caracterizam uma fase do ciclo, a decrescente, a partir do ano de 2010, será utilizado o método histórico, que considera fatos e fenômenos ao longo do tempo, voltado para a consideração de causa e efeito. Já o método objetivo, será utilizado, para especificar a atuação direta do Banco Central Brasileiro a partir do ano de 2008 em ações de reversão do ciclo e regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), ele é fundamentado em evidências levantadas em relação ao fenômeno pesquisado. O objetivo de caracterizar como o Tesouro Nacional financiou as operações do BACEN entre os anos de 2008 e 2018, irá utilizar os métodos histórico e objetivo para sua explicação (MUNHOZ, 1989).

Com a finalidade de estabelecer as técnicas de investigação para os objetivos propostos, o presente estudo é qualitativo e fundamentado em pesquisa bibliográfica e documental, secundária e primária. A pesquisa bibliográfica, é proposta através da investigação de materiais já existentes sobre o tema, em principal livros e artigos científicos; já a pesquisa documental é proposta através de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, que ainda podem ser reelaborados (GIL, 2008). Com isso a análise dos dados do estudo, acontecerá através da análise secundária de livros e artigos científicos referente ao tema de análise do Banco Central e da dívida pública nacional, e a análise primária de dados do Banco Central e Tesouro Nacional e suas vertentes.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O presente capítulo aborda o referencial teórico, ele é utilizado como base para os argumentos e construção da análise do objeto que será abordado no estudo, sendo subdividido em duas seções; primeiramente, será apresentada a seção: ciclos econômicos e instabilidade financeira, com a teoria dos ciclos econômicos de Keynes, explicando as regularidades das crises e a instabilidade financeira através das contribuições de Hyman P. Minsky com o intuito de compreender como acontecem as crises do sistema financeiro. A segunda seção será destinada à liquidez e dívida pública com a análise dos instrumentos de controle da oferta monetária, da função do Banco Central como emprestador de última instância e sua relação com a liquidez do sistema econômico, também é abordada a relação da dívida pública com o Banco Central.

2.1 Ciclos econômicos e instabilidade financeira

2.1.1 Ciclos econômicos descritos por J.M. Keynes

Os ciclos econômicos têm como sua principal característica a regularidade, tanto no tempo em que ele ocorre como da sua duração. Eles são representados pelo efeito cumulativo das forças que jogam o sistema econômico para cima quando ele está em uma tendência crescente, e agem de forma contrária quando a tendência é decrescente, mostrando regularidade no que tange ao tempo e a duração dessas tendências. Com isso, quando uma tendência crescente é substituída por uma tendência decrescente de forma rápida e repentina, ocorre uma crise (KEYNES, [1936],2017).

Ao analisar as causas dos ciclos econômicos é constatado que as flutuações da propensão marginal a consumir, da preferência pela liquidez e da eficiência marginal do capital desempenham uma função crucial nos ciclos. Se destaca a eficiência marginal do capital, ela é função da relação entre o preço de oferta de um ativo e o seu rendimento futuro; sendo assim, sua flutuação determina a regularidade dos ciclos econômicos (KEYNES, [1936], 2017; PIRES, 2014).

O final da expansão do ciclo que precede a crise é caracterizado por uma fase otimista do mercado, em que as expectativas no futuro são suficientes para arriscar na suba dos preços dos ativos e no aumento da taxa de juros. Muitas vezes a crise tem por sua explicação a suba da taxa de juros por causa da maior procura por moeda, tendo o efeito por muitas vezes de intensificar e desencadear a crise (KEYNES, [1936], 2017; PIRES 2014).

Mas a explicação mais comum e predominante da crise é atribuída ao repentino colapso da eficiência marginal do capital, pois esse colapso ocasiona em um forte aumento pela preferência pela liquidez, e por consequência um aumento da taxa de juros. Diante disso, a depressão se torna difícil de tratar depois que a crise já está instalada; uma possível medida de recuperação seria a baixa da taxa de juros ainda no ciclo expansivo, mas o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão severo que essa baixa não teria nenhum efeito (KEYNES, [1936], 2017).

Com a ineficiência do declínio da taxa de juros, é preciso que aconteça uma restauração na confiança da economia para que ocorra uma reversão da crise, pois este é o aspecto mais difícil de se controlar em uma crise. Com a expansão da crise os rendimentos dos ativos se tornam insatisfatórios, e a confiança de se ter rendimentos prósperos no futuro se torna uma dúvida (KEYNES, [1936], 2017).

Uma vez que surgem essas dúvidas elas se espalham afetando a credibilidade da economia. Assim, tem-se um aspecto que evidencia a regularidade dos ciclos; pois com o aumento dos estoques de bens duradouros, seus rendimentos atuais caem e surgem dúvidas em relação aos rendimentos no futuro, diminui a eficiência marginal do capital. Mas à medida que ocorre o uso dos estoques de capital produtivo, diminuindo os instrumentos de produção graças ao custo elevado da sua manutenção, ocorre uma escassez do capital e um aumento da eficiência marginal do capital delimitando a duração do ciclo econômico (KEYNES, [1936], 2017; MINSKY, 2021).

O declínio da eficiência marginal do capital, afeta negativamente a propensão marginal a consumir, com isso, provoca uma queda no valor de mercado das ações da bolsa, causando efeitos na propensão a consumir, principalmente dos investidores que fazem empréstimos para poder investir, para eles a flutuação dos seus investimentos afeta mais a sua propensão a consumir do que os seus rendimentos. Ocasionalmente em um maior efeito depressivo de um colapso da eficiência marginal do capital. Com a diminuição da propensão marginal a consumir

em um livre mercado, se torna muito difícil evitar flutuações no emprego sem uma mudança na psicologia do mercado (KEYNES, [1936], 2017; MINSKY, 2011).

2.1.2 A Instabilidade Financeira na percepção de H. Minsky

A teoria dos ciclos econômicos de Keynes, diz que os ciclos econômicos são regulares devido as forças cumulativas do mercado. Essas forças jogam o sistema econômico para cima ou para baixo, sendo que, quando elas jogam o sistema econômico, para baixo, para uma fase decrescente ocorre a instabilidade econômica. As principais causas dessa instabilidade são as flutuações na propensão marginal a consumir, preferência pela liquidez e em especial a eficiência marginal do capital- esses aspectos foram apresentados na seção anterior.

Minsky formulou, a partir da teoria dos ciclos de Keynes, a hipótese de que a instabilidade financeira é endógena ao sistema econômico, logo responsável pelos ciclos também. A hipótese da instabilidade financeira diz que as economias capitalistas apresentam períodos endógenos de estabilidade e de “comportamento turbulento e caótico”. Isso ocorre uma vez que o sistema econômico dos países capitalistas apresenta um sistema financeiro sofisticado e em constante evolução. Os períodos de estabilidade e instabilidade são devidos a procura da realização dos interesses próprios pelos agentes, da economia capitalista, e da falta de regulação financeira (MINSKY, 1994).

A instabilidade econômica assume a forma de inflações, bolhas especulativas e deflações de débito, diz Minsky; e só podem ser reorganizados por medidas que possam afetar a estrutura institucional da economia, criando condições para um novo regime de estabilidade. A procura pela realização dos interesses próprios acontece quando os agentes econômicos diminuem sua liquidez, quando o período é de expansão e de alta dos preços dos ativos em busca de maiores ganhos. A consequência aparece quando é aumentado o preço da dívida, até que os níveis de endividamento superam o retorno esperado com o investimento. A organização da economia capitalista pode ser realizada com a atuação do Banco Central e do governo para a regulação institucional do sistema financeiro e diminuição dos efeitos da crise, e assim criar condições para a estabilização (KEYNES, [1936],2017; MINSKY, 1994; BAHRY, 2010).

Segundo Minsky (2011), quando uma economia passa por um período de expansão as expectativas de produtores e investidores quase sempre são confirmadas, com isso eles arriscam mais, no capitalismo, as empresas precisam continuamente financiar seus investimentos produtivos ou manter seu fluxo de caixa. Existem três classes de financiamentos: dinheiro e ativos financeiros; financiamento internos, que são os lucros guardados e os financiamentos externos que são empréstimos, os bancos comerciais e de investimento são os responsáveis pelo financiamento externo e pela corretagem de ativos produtivos uma vez que fornecem o crédito (MINSKY, 2013).

Para se analisar como os compromissos e o reposicionamento de investimentos financeiros afetam a economia, é preciso observar as unidades econômicas pela perspectiva do fluxo de caixa, aplicando a todos os agentes econômicos, sejam as famílias, empresas, governos ou bancos. Os fluxos de caixa decorrem da renda, que são oriundas da venda de produtos, salários, lucros; de balanço financeiro, que são compromissos de pagamentos de dívidas vinculados aos passivos existentes; e de caixa de portfólio, que estão ligados a negociação de ativos de capital produtivos e financeiros líquidos (MINSKY, 2013).

A decisão de investir depende das condições de financiamento, o sistema financeiro é caracterizado pelo largo uso de crédito, que tem como margens de segurança, aos contratos dos tomadores e emprestadores, a relação dos fluxos de saída e entrada, ou seja, os fluxos de caixa. A partir da forma como o agente avalia a garantia de pagamento do principal e dos rendimentos sobre o valor residual que rendem juros; os fundos para prover o fluxo de caixa é chamado financiamentos de posições em ativos ou “reposicionamento”, que podem ser classificados como; *hedge*, especulativo e *ponzi* (MINSKY, 2013). Os financiamentos *hedge*, são os classificados como mais seguros, pois atuam com receitas esperadas e superiores a sua dívida; os especulativos têm suas receitas superiores a dívida, mas tem que refinanciá-la sempre, pois os financiamentos são necessários; e no *ponzi* são necessários refinanciamentos a curto prazo da dívida e não tem sua receita maior que elas, portanto são considerados os mais instáveis (GZVITAUSKI, 2015).

A economia oscila em estruturas financeiras sólidas e frágeis; a fragilidade é encontrada quando se tem uma redução da renda e dos fluxos financeiros, aí um sistema predominante *hedge* passa a ser especulativos. Como a economia já entrou ou está prestes a entrar em recessão, na fase decrescente do ciclo; as instabilidades do sistema financeiro comprometem a oferta de crédito e aumenta-se os juros. Para aumentar a demanda de ativos e seu valor de

mercado, ocasionando ganhos de capital, somente ocorrerá se as expectativas sobre os financiamentos mudarem. Enquanto isso não ocorre as posições especulativas e *ponzi* terão que reposicionar-se constantemente, ou “refinanciar suas posições” o que aumenta a insegurança e aumenta a fragilidade das estruturas financeiras (MINSKY, 2013).

A atividade bancária tem como função realizar empréstimos e determinar para quem o empréstimo será concedido, ou seja, quem merece ter crédito. Ao realizar um empréstimo o banco concorda em fazer um adiantamento em troca de uma promessa de pagamento no futuro, esta decisão afeta a disponibilidade de crédito e a atividade econômica. Os bancos e banqueiros atuam de forma ativa estabelecendo condições para os tomadores de empréstimo, para assim obter lucro com as taxas do empréstimo. Em uma sociedade capitalista, a busca pelo lucro dos seus agentes, aumenta a alavancagem bancária diminuindo as margens de segurança da economia. A ideia dos bancos de que o Banco Central vai atuar como prestador de última instância em uma possível falência, os leva a ariscar mais, logo, se faz cada vez mais necessário a fiscalização bancária. É necessário estabelecer limites sobre a taxa de alavancagem dos bancos e conter o crescimento dos seus passivos por meio da regulação institucional, realizada pelo Banco Central (MINSKY, 2013)

2.2 Liquidez e Dívida Pública

Neste subtítulo será abordado a liquidez e a dívida pública com a análise dos instrumentos de controle da oferta monetária, da função do Banco Central como prestador de última instância e sua relação com a liquidez do sistema econômico, a relação da dívida pública com o Banco Central e com a liquidez do sistema econômico.

2.2.1 Instrumentos de controle da oferta monetária

Os instrumentos de controle de oferta monetárias são os meios utilizados na implementação da política monetárias e afetam diretamente as metas operacionais com seu resultado, eles têm o objetivo de alcançar as metas intermediárias desejadas, as metas são sinais que servem para informar ao Banco Central se o instrumento está no caminho certo para fazer

efeito ou não. Os instrumentos mais utilizados no controle da oferta monetária são: O recolhimento compulsório, o redesconto de liquidez e operações de mercado aberto (DA FONSECA, 2019; CARVALHO 2017)

Os recolhimentos compulsórios são depósitos na forma de reservas bancárias, em que os bancos comerciais têm a obrigatoriedade de efetuar e manter no Banco Central. Seu cálculo é feito como um percentual sobre os depósitos feitos nos bancos, podendo ser representados como dinheiro em espécie ou títulos escolhidos pelo Banco Central. Os recolhimentos controlam a oferta monetária estabilizando as reservas bancárias, para assim, ajudar o Banco Central na determinação da taxa de juros (DA FONSECA, 2019; CARVALHO, 2017).

As operações de redesconto de liquidez são empréstimos que o Banco Central concede, aos bancos comerciais, na forma de crédito em reservas bancárias para atender suas necessidades de reserva em forma de urgência. São válvulas de segurança para ajudar bancos com crise no seu fluxo de caixa. As operações de mercado aberto se efetivam através das operações de compra e venda de títulos públicos, realizadas pelo Banco Central, elas podem ocorrer em definitivo ou com o compromisso de recompra; e afetam diretamente as reservas em poder dos bancos comerciais. Esse instrumento é utilizado para a gerência de liquidez e para a sinalização da taxa de juros básica (DA FONSECA, 2019; CARVALHO, 2017)

Existem outros instrumentos para o controle da oferta monetária que não são tão convencionais, que são o controle sobre o crédito: ele é estabelecido diretamente pelo Banco Central e pode acontecer através do controle do crédito concedido pelos bancos comerciais, ou o controle sobre a taxa de juros estabelecendo um limite para a taxa básica juros (DA FONSECA, 2019; CARVALHO, 2017).

2.2.2 Liquidez e Emprestador de Última Instância

Ao Banco Central foi atribuída a função de prestador de última instância, essa função impede que o valor dos ativos das instituições financeiras despenque rápido, ocasionando uma perda geral de liquidez no mercado. As decisões que precisam ser tomadas na eminência de uma crise, e que são características do prestador de última instância, envolvem a substituição de operações de passivos privados por passivos do Banco Central. O controle do Banco Central

sobre as margens do sistema financeiro, bolsa de valores e empréstimos hipotecários ocorreram graças aos excessos especulativos na bolsa de valores, local que precipitam as crises financeiras (MINSKY, 2013).

O objetivo do prestador de última instância é a estabilidade financeira, ajudando o sistema financeiro a se manter o mais ordenado possível. Para ocorrer esse ordenamento é necessário que os bancos comerciais não deixem de pagar suas obrigações. Quando alguns bancos se tornam inadimplentes, o Banco Central cuida para que eles não se tornem credores ilíquidos, para não provocarem uma reação em cadeia no sistema financeiro. Essa visão é essencial para agir em um curto espaço de tempo, em situações de risco para o sistema econômico (CHIANAMEA, 2010).

Evitando uma retração do crédito e, por consequência, uma eventual quebra do sistema bancário, o prestador de última instância torna-se indispensável para que a crise financeira não se torne uma depressão e não se propague pelo sistema financeiro. Nesses cenários, correm o risco de graves crises de liquidez, pois as relações de crédito não podem ser liquidadas simultaneamente, quando os agentes econômicos querem transferir suas receitas para aplicações mais seguras. A execução deste socorro pelo Banco Central tem a maior parte do seu custo assumido pelo Tesouro Nacional (CARVALHO, 2012).

A relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central na função de prestador de última instância¹ ocorre, pois, a emissão de moeda e o financiamento direto dos bancos é feita pelo Banco Central e o financiamento para que ele atue é feito pelo Tesouro Nacional. Esse empréstimo feito pelo Tesouro Nacional gera um custo fiscal também conhecido como dívida pública. A dívida gerada pela operação do prestador de última instância é transferida para o Tesouro Nacional, porque se ela ficar com o Banco Central ele se torna insolvente, e o Tesouro terá que o capitalizar (CARVALHO, 2012).

O comportamento do mercado financeiro, responsável pelo impacto das finanças no curto prazo, determina as ações do Banco Central; enquanto, no longo prazo, as ações são determinadas pelas inovações nas práticas bancárias e financeiras. Não são atribuições do Banco Central a determinação no curto prazo nos cursos da moeda, renda, emprego e preço. Mas sim, a troca de títulos no portfólio bancário, pois a substituição temporária dos títulos dos

¹ O Banco Central opera como prestador de última instância, regulando a liquidez, pelas operações de desconto e compromissadas. Será abordado no capítulo 4.

bancos por títulos criados pelo governo garante o aumento da liquidez ou oferta monetária (MINSKY, 2013). Na perspectiva de insolvência no curto prazo, equivalente a problemas de liquidez, o Banco Central efetua empréstimo para os bancos individualmente e não por políticas gerais, pois as atuações gerais não funcionam bem no curto prazo. Pois, quando existe suspeita sobre um banco é difícil convencer outro banco e a sociedade que o sistema financeiro é e continuará solvente (CARVALHO, 2012).

O Banco Central estabelece um piso sobre os ativos que ele propõe a adquirir de modo a não provocar sua desvalorização, pois se ocorrer bastante oferta de algum instrumento financeiro, seu preço começará a cair. Esse estabelecimento de um piso para um ativo financeiro ocorre pela moeda corrente ser um ativo do Banco Central. A função do emprestador de última instância não pode gerar como efeito a inflação decorrente da liquidez (MINSKY, 2013).

A concessão do empréstimo de última instância pelo Banco Central em geral não é bem-vistos pela sociedade, pois o banco comercial que recebe o empréstimo é visto como um banco mal dirigido, perdendo assim sua credibilidade. Mesmo os bancos tendo o poder de gerar liquidez, podem ser considerados não líquidos. A transformação de ativos ilíquidos em ativos líquidos, quando ocorrem, tem um papel fundamental na crise, pois contribuem para a insolvência do banco que vende ativos de má qualidade, que darão pouco retorno, por ativos bons e considerados solventes. Um exemplo disso, foi a crise de 2008 em que as agências de securitização diziam que ativos que eram pouco solventes de baixa qualidade eram ativos solventes de boa qualidade, com isso eram investidos em ativos de alto risco achando que eles eram de baixo risco (CHIANAMEA, 2010).

2.2.3 Liquidez e Dívida Pública

Dívida pública relaciona-se com o acumulado de sucessivos déficits orçamentários; quando as receitas são menores que os gastos públicos. Uma vez que essa dívida deve ser paga, mas não há receitas para isso, o governo através do Tesouro Nacional, então, emite títulos de dívida pública, como um empréstimo rendendo juros futuros. Ou seja, a dívida pública está relacionada diretamente com a moeda, pois o governo emite títulos de dívida para criar moeda e financiar suas despesas (PAIM, 2015).

O Tesouro Nacional emite vários títulos públicos, em relação ao seu rendimento tem-se; o título prefixado, o pós-fixado com base na taxa básica de juros, o pós-fixado com base no índice nacional de preços e títulos vinculados ao câmbio. O título pós-fixado na taxa básica de juros, são conhecidos como Letras Financeiras do Tesouro (LFT), além de ter uma taxa de rendimento pura é indexado a taxa básica de juros (WEISS, 2018). Como qualquer ativo financeiro, os títulos públicos também são remunerados em juros, e a taxa de juros influencia por sua vez o próprio serviço da dívida.

O Banco Central é o responsável por administrar a liquidez do sistema financeiro, de modo que a taxa de juros, das operações diárias lastreadas em títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), fique próxima a definida para o ano pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). O Banco Central tem suas operações lastreadas pelos títulos do Tesouro Nacional para operacionalizar a política monetária, esses títulos não são contabilizados normalmente na divulgação do total da dívida pública (PAIM, 2015).

A Lei 11.803/2008 regula a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Os ganhos e perdas nas operações do Banco Central são registrados no momento que ocorrem; quando os seus resultados são apurados é necessário determinar o que fazer com eles, e é aí que surge a relação entre essas instituições. Segundo a Lei 11.803/2008 o Tesouro Nacional fica responsável pelos ganhos e pelos prejuízos do Banco Central, porque o Banco Central é uma instituição comandada pelo governo e sem fins lucrativos (MENDES, 2016).

Quando ocorre um crescimento das operações compromissadas significa que o Banco Central está vendendo mais títulos públicos para que o excesso de liquidez, no Sistema Financeiro, seja enxuto. Isso aumenta a quantidade de títulos públicos que o Tesouro tem que emitir (PAIM, 2015).

O estoque da dívida pública pode aumentar se o Banco Central aumentar a taxa de juros SELIC, pois a maior parte da dívida pública está atrelada a taxa de juros de curto prazo. Esses títulos sofrem correção diária pela SELIC, com isso qualquer elevação da taxa de juros automaticamente aumenta a dívida pública, e aumenta a liquidez imediata do sistema econômico pela intervenção por compromissadas pelo Banco Central. Com o elevado crescimento da dívida pública, o risco de investimento nos títulos públicos se torna maior, exigindo, por sua vez, um prêmio maior que acontece com a elevação da taxa de juros (BRUNO,

2017). Logo a possibilidade de o Banco Central operar como prestador de última instância de algum modo fica limitado pelo comportamento da dívida pública.

3. DEGRADAÇÃO DOS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA

No governo do presidente Fernando Henrique Cardoso em 1999, foram estabelecidos fundamentos para a economia brasileira chamados de tripé macroeconômico, suas premissas eram: câmbio flutuante, metas para a inflação e responsabilidade fiscal. O atual capítulo vai apresentar a degradação desses fundamentos que ocorreram a partir do ano de 2010, mostrando a influência da crise mundial de 2008, e da má gestão fiscal e monetária da economia no período. Assim caracterizando a fase recessiva do ciclo econômico brasileiro (GIAMBIAGI, 2016).

3.1 A atuação do Banco Central do EUA e EU na crise de 2008: cenário externo

A crise americana de 2008 foi o resultado do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos. Para analisar a queda do setor imobiliário americano, inicia-se com o governo americano articulando um estímulo no mercado imobiliário no início dos anos 2000, para fugir da crise na bolsa da Nasdaq conhecida como bolha da internet. Esse estímulo ocorreu através de uma redução da taxa de juros e o redirecionamento do mercado financeiro do país para impulsionar o setor imobiliário (MENDES, 2016).

As hipotecas americanas de crédito imobiliário são negociadas pelos bancos com as agências de securitização; depois de adquirir as hipotecas, as agências revendem para investidores no mercado financeiro, as securitizações são diversos títulos imobiliários unidos e depois revendidos. Nesse contexto surgem as agências *rating*, que são as agências de classificação de risco que validam as securitizações. Com o estímulo ao mercado imobiliário americano, as agências *rating* passaram a aumentar as classificações máximas de risco das securitizações, portanto vários ativos ruins passaram a ter nota máxima de segurança de risco pelas agências. Com isso o sistema financeiro americano vendeu para todo o mundo títulos securitizados de segurança duvidosa como se fossem bastante seguros (MENDES, 2016; RAMOS, 2015).

Com o aumento da taxa de juros depois em 2004, depois da recuperação da economia americana, ocorreu uma queda de novos financiamentos imobiliários e o aumento da inadimplência das hipotecas, desacelerando a demanda por imóveis e assim dando início a crise.

Ocasionalmente um efeito em escala e contaminando o sistema financeiro americano por completo (MENDES, 2016). Os países periféricos da zona do euro, foram bastante abalados com a crise de 2008, graças as disparidades econômicas encontradas na União Europeia, em que a maior relevância econômica é dada aos países centrais. Os países periféricos tiveram seu nível de endividamento bastante elevado com a crise e não tiveram a ajuda necessária da União Europeia e nem do BCE (ANDRADE, 2015).

Com o sistema financeiro globalizado, o processo especulativo do sistema financeiro internacional constitui um cenário bastante complexo para a economia mundial. Tornando as crises financeiras, também, resultado da forma como os mercados financeiros mundiais operam integrados (RAMOS, 2015).

Na crise de 2008, o Banco Central Americano (FED) teve uma atuação ativa, em uma crise de tamanha proporção, a atuação do prestador de última instância é fundamental. O FED, além do socorro aos bancos comerciais ajudou, também, outras instituições financeiras, pois elas tinham risco de afetar o sistema financeiro caso quebrassem, nesse contexto elas foram transformadas em *holdings* bancárias. O Congresso americano aprovou um pacote de ajuda ao sistema financeiro de US\$700 bilhões de dólares, assim, todos os bancos de relevância do sistema financeiro americano foram ajudados com recursos do Tesouro Nacional através da atuação do Banco Central. A recessão nos Estados Unidos só não foi mais intensa porque o FED atuou ao máximo na função de prestador de última instância, realizando gastos com recursos públicos para efetuar os estímulos necessários nas instituições financeiras com risco sistêmico (PASTORE, 2014).

Na Europa, o Banco Central Europeu (BCE) teve uma atuação mais conservadora em comparação ao FED. Mesmo agindo como prestador de última instância em pequena escala, logo no início da crise, ele já vinha dando assistência para os bancos da zona do euro antes da quebra do Lehman Brothers; quando se inicia as desconfianças referente a sustentabilidade do sistema financeiro pelo menos no mundo ocidental (PASTORE, 2014).

A grande diferença entre a atuação do FED e do BCE são percebidas nas medidas tomadas no pós- crise. O FED expandiu suas atuações comprando ativos financeiros, enquanto o BCE teve seus esforços voltados para desobstruir o canal do crédito e proteger o euro, apenas comprando títulos de dívida dos países da área do euro quando havia risco de contração do crédito. O BCE, se mostrou pouco eficiente em ajudar os países e instituições financeiras em

dificuldade, pois esta ajuda era contrária as normas pelas quais ele foi constituído. Sua prioridade não visava proteger países e instituições financeiras em possíveis crises com empréstimos de última instância, mas sim proteger o euro (PASTORE, 2014; ANDRADE, 2015).

3.2 As respostas imediatas do Brasil a crise de 2008 e a reversão do ciclo econômico

3.2.1 A política monetária e fiscal em linhas gerais

A crise de 2008 em relação a economia brasileira, mesmo considerável, teve uma repercussão limitada em comparação com outras economias, quando se considera a duração e o impacto da crise sobre o Sistema Financeiro Nacional. Graças a regulamentação financeira, a situação das reservas bancárias e o *boom* das *comodities* o Brasil estava mais bem preparado para enfrentar a crise. Mesmo assim, depois de iniciada, a crise teve repercussão na confiança do sistema financeiro brasileiro (MESQUITA, 2010).

As medidas anticíclicas adotadas visavam o crescimento da demanda agregada; logo se estabeleceu o uso de instrumentos que viabilizavam o aumento da liquidez. Os instrumentos que tiveram relevância foram: o corte da taxa Selic; o aumento do crédito pelos bancos públicos, para garantir a oferta de crédito no mercado e dar suporte para os programas do governo; venda e empréstimos de reservas para aumentar a liquidez na economia; medidas de gestão de liquidez pelo BACEN; aumento dos investimentos públicos, e intensificação dos programas sociais; o aumento do salário-mínimo; e a desoneração fiscal em alguns setores da economia (MESQUITA, 2010).

A primeira ação tomada foi o ajuste da taxa de juros, devido a diminuição da preferência pelo risco no mundo, inclusive no Brasil que, por ser um país emergente, não promovia muita confiança, considerando sua história recente. Os bancos públicos aumentaram a concessão de crédito para financiar, pela redução dos custos, os empréstimos para pessoas físicas e jurídicas; e financiar programas sociais, como a taxa de juros subsidiada para o crédito habitacional (MESQUITA, 2010).

Com a intenção de aumentar a liquidez, tanto em real como em dólar, o BACEN começou a vender as reservas internacionais; e como uma inovação começou a emprestá-las. O BACEN e o Conselho Monetário Nacional (CMN) utilizaram medidas de gestão de liquidez

como o recolhimento compulsório, operações com fundo garantidor, compromissadas e redesconto. Essas foram as políticas monetárias como resposta ao enfrentamento da crise de 2008 (MESQUITA, 2010; RAMOS 2015).

As políticas fiscais para enfrentamento da crise ocorreram através do aumento do gasto público, com destaque aos investimentos e a desoneração tributária. A política fiscal promoveu a redução de impostos, a intensificação dos programas sociais e dos investimentos públicos; e em consequência, ocorreu a redução do superavit primário. As medidas de desoneração fiscal ocorreram, ao longo da crise, em uma sequência de medidas adotadas para estimular a produção e o aumento do consumo, e para que ocorresse, em instantâneo, um aumento no investimento e no emprego (RAMOS, 2015).

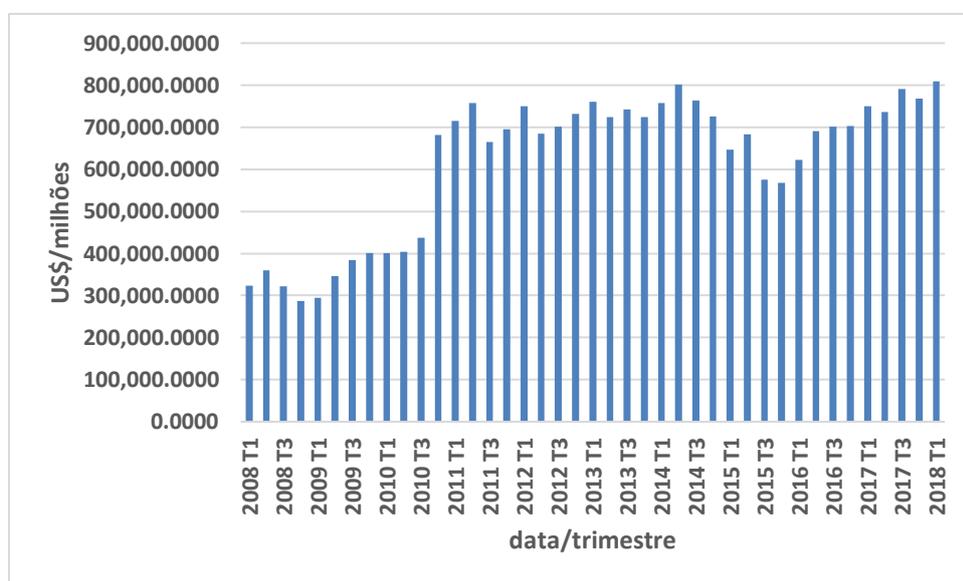
A elevação dos gastos públicos com programas sociais e a elevação com a folha salarial dos servidores públicos federais e do salário-mínimo, foram medidas anticíclicas fiscais. O aumento do investimento em programas sociais ajudou a transição de classes entre os brasileiros e elevou o consumo das famílias. A elevação gradual do salário-mínimo iniciou antes da crise e seguiu aumentando, o que gerou impacto na elevação das transferências da previdência social e seguro-desemprego que são providas pelo governo; e houve uma reestruturação de carreiras, que visou a valorização dos salários dos funcionários públicos. As políticas anticíclicas fiscais tinham o objetivo de conservação da demanda agregada, assim, ajudando o Brasil a enfrentar a crise; mas com o elevado gasto fiscal, aumentou a dívida e desestabilizou as contas públicas (RAMOS, 2015).

3.2.2 A reversão da fase do ciclo econômico brasileiro

A crise de 2008, atingiu o Brasil em uma fase crescente do ciclo econômico. As empresas estavam em um momento de otimismo com o mercado, com bons índices de produção e planejando investimentos futuros; portanto, o crédito bancário tornava-se imprescindível. Mas com a crise financeira internacional, ocorreu a escassez de crédito direcionado ao Brasil, devido a piora das expectativas. Com isso, ocorreu uma forte retração no crédito bancário, com uma fuga dos investimentos estrangeiros, considerando o cenário econômico pouco favorável ao investimento (Gráfico 1). Outra consequência desse fenômeno foi a queda do real em comparação com o dólar, ou seja, a desvalorização cambial (Gráfico 2). A partir do fim de 2008, foram implementadas várias medidas de incentivos fiscais e monetários, promovendo um

relaxamento nas restrições orçamentárias, com o objetivo de reduzir os efeitos da crise (LIMA, 2013).

Gráficos 1- Investimento direto no país- (US\$ milhões)

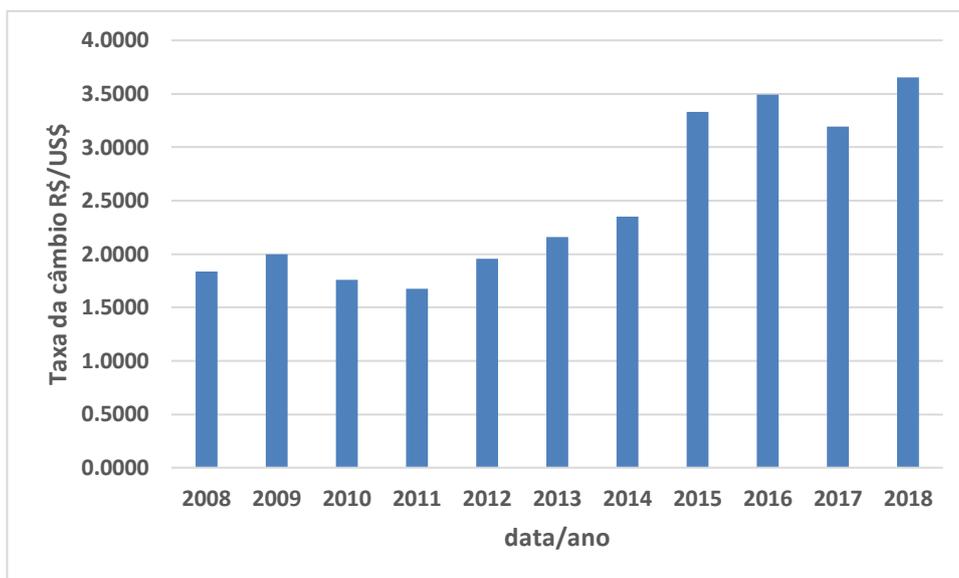


Fonte: Ipea data- elaborado pelo autor.

Conforme observado no gráfico 1, como consequência direta da crise ocorreu uma queda no investimento direto no país; que passou de US\$ 360 milhões de dólares no terceiro trimestre para abaixo dos US\$ 300 milhões no quarto trimestre de 2008 e primeiro de 2009, ocorrendo uma escassez no crédito bancário, e fuga de investimento estrangeiro no país. no início do pós-crise.

Com os incentivos fiscais e monetários na economia ocorreram gradativamente, uma retomada na credibilidade econômica do país pode ser observada a partir do segundo trimestre de 2014, passando por uma suba e logo em seguida uma consolidação do investimento até chegar no seu pico de US\$ 800 milhões. Logo depois ocorreu uma queda nos investimentos devida à recessão econômica e política que o país sofreu a partir do ano de 2015, chegando a US\$ 560 milhões acumulando uma queda de mais de 200 milhões (Gráfico 1).

Gráficos 2- Taxa de Câmbio R\$ / US\$ (% a.a.)



Fonte: Ipea data- elaborado pelo autor.

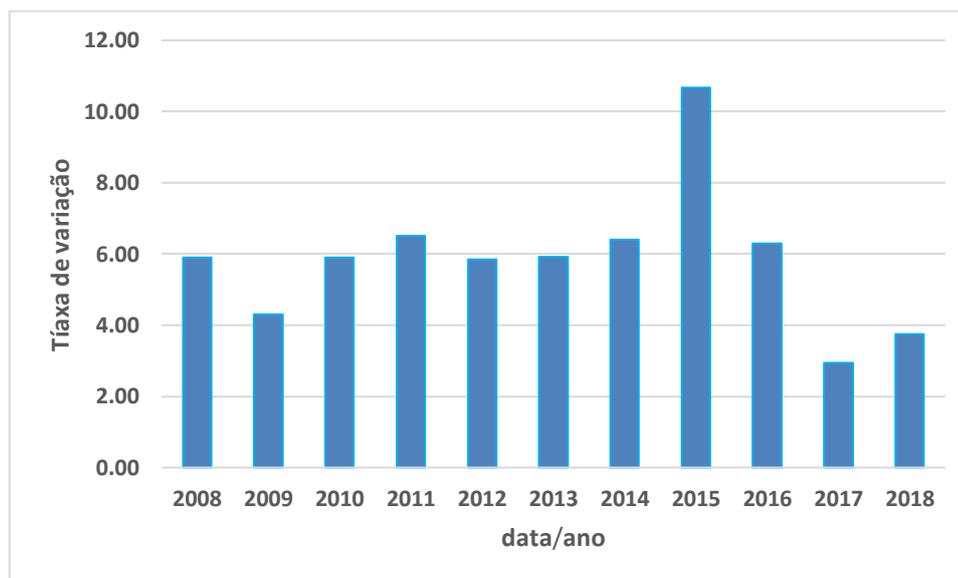
A depreciação do câmbio brasileiro, ou seja, do real em relação ao dólar ocorreu de forma gradativa. No início da crise de 2008, a cotação do real em relação ao dólar aumentou rápido, mas logo foi contido com a utilização das reservas internacionais acumuladas pelo país. Pouco depois a cotação retornou ao movimento de alta, devido a degradação dos fundamentos da economia brasileira e aumento da dívida pública do país, chegando a dobrar seu valor na crise interna que ocorreu a partir de 2014.

A partir de 2010 começou a ocorrer a reversão do ciclo econômico, com a degradação dos fundamentos da economia brasileira. Até 2009 o ambiente político era favorável ao governo, o investimento tinha acontecido em determinado grau, sendo assim, a dívida pública se tornou relativamente mais baixa. Em consequência, o governo se sentiu confortável em abandonar as restrições orçamentárias e a redução da dívida como meta para a economia e começou a trabalhar com superávits menores. O grande problema do governo, em anos subsequentes, foi a “contabilidade criativa” que escondia a realidade sobre os verdadeiros resultados da economia (LOBATO, 2017).

A reversão da fase crescente do ciclo econômico no Brasil, ocorreu graças aos desajustes fiscais e econômicos no país, como a política fiscal expansionista prolongada e uma taxa de câmbio forçada a ficar valorizada por conta da atuação monetária. Como resultado se iniciou uma crise política e econômica, depois da atuação do governo para conter os efeitos da crise de

2008. Com a inflação em alta, depois de 2010 superando os limites das metas estabelecidas pelo Banco Central, esta foi em uma crescente até chegar em seu pico no ano de 2015, com o valor de 10,67 pontos percentuais de inflação efetiva no ano, como mostra o gráfico 3. A partir daí, ocorrem acontecimentos políticos e econômicos que trouxeram o país a uma recessão econômica de grandes proporções (LOBATO, 2017).

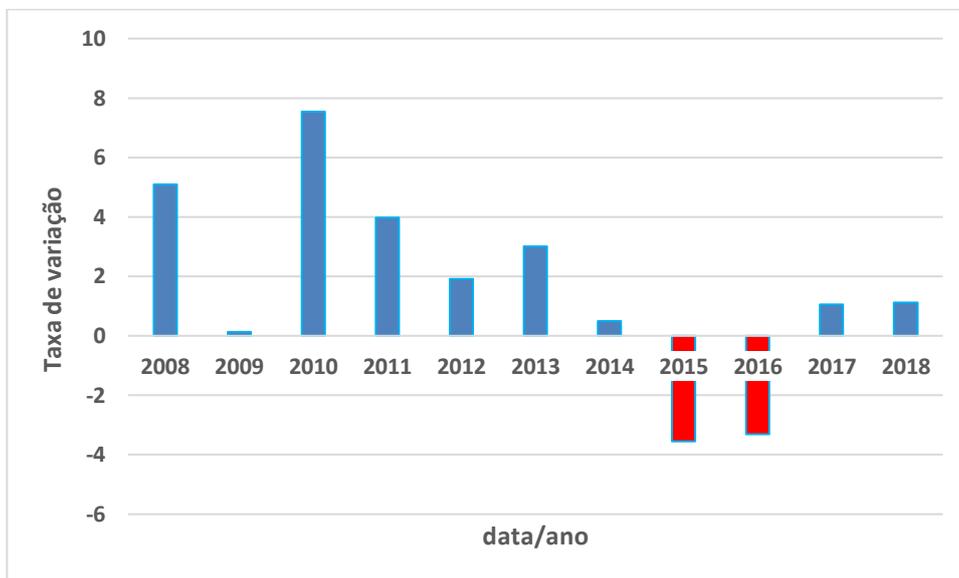
Gráficos 3- IPCA - taxa de variação - (% a.a.)



Fonte: IBGE- elaborado pelo autor.

Ou seja, a descrição feita até aqui permite observar que apesar da crise gerada no sistema financeiro internacional em 2008, no ano de 2010 a economia brasileira foi impulsionada ao pico do ciclo de crescimento econômico. E a partir daí, com a deterioração dos fundamentos que já não permitiam a extensão temporal desse processo, tem-se o ano de 2014 como aquele que pode representar a reversão cíclica. Como observado no gráfico 4, o produto interno bruto (PIB) a preços de mercado tem uma redução em 2014 até chegar a taxas negativas em 2015 e 2016, evidenciando o auge da crise com a economia em recessão.

Gráficos 4- PIB brasileiro - taxa de variação - (% a.a.)



Fonte: IBGE- elaborado pelo autor.

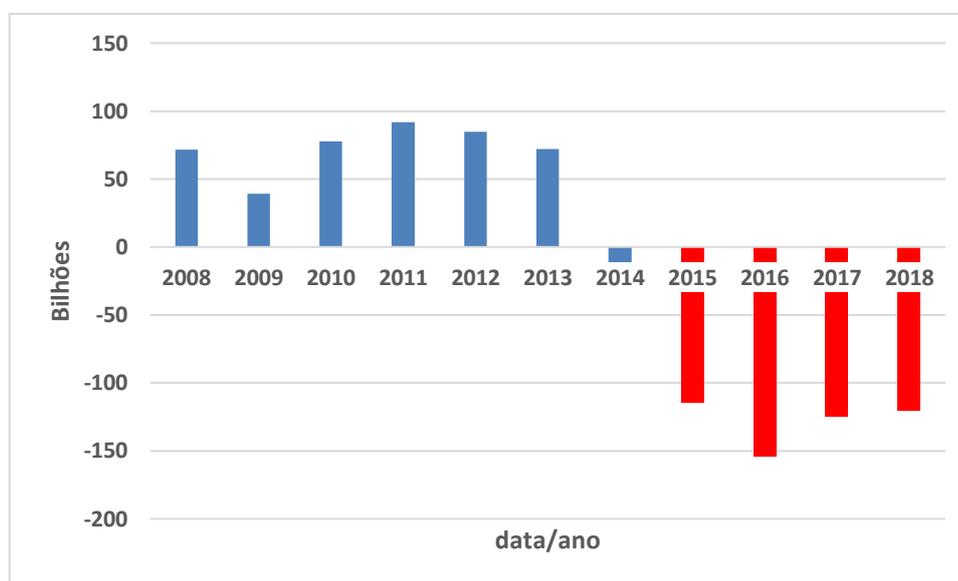
3.2.3 A degradação dos fundamentos fiscais: o crescimento da dívida

Em 2010 foi eleita a presidente Dilma Rouseff, ela não teve o mesmo desempenho político dos seus antecessores e foi responsável por modificar a orientação da política econômica brasileira, durante o seu governo, Dilma apresentou diferenças na política econômica de seus antecessores, no que se refere a objetivos e instrumentos utilizados, embora, oficialmente, não tenha abandonado o tripé macroeconômico estabelecido em 1999, que tinha como premissas: câmbio flutuante, metas para a inflação e metas fiscais com o ajuste fiscal (DE OLIVEIRA, 2018; GIAMBIAGI, 2016).

O Governo Dilma teve seu início marcado por uma economia bastante afetada pelos efeitos da crise de 2008, além do processo de desaceleração da valorização no preço das *commodities*, que foram o carro chefe do governo Lula. Com isso, optou em começar a promover intervenções mais efetivas na economia para aumentar o nível de atividade econômica o mais rápido possível. Compreendendo que deveria rever a política do tripé macroeconômico e flexibilizá-la, com juros mais baixos e câmbio desvalorizado para aumentar

a competitividade da economia, deixando o resultado primário de lado, não priorizando mais o superávit primário (DE OLIVEIRA, 2018).

Gráficos 5- Resultado Primário do Governo Central em (R\$ Bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional- elaborado pelo autor.

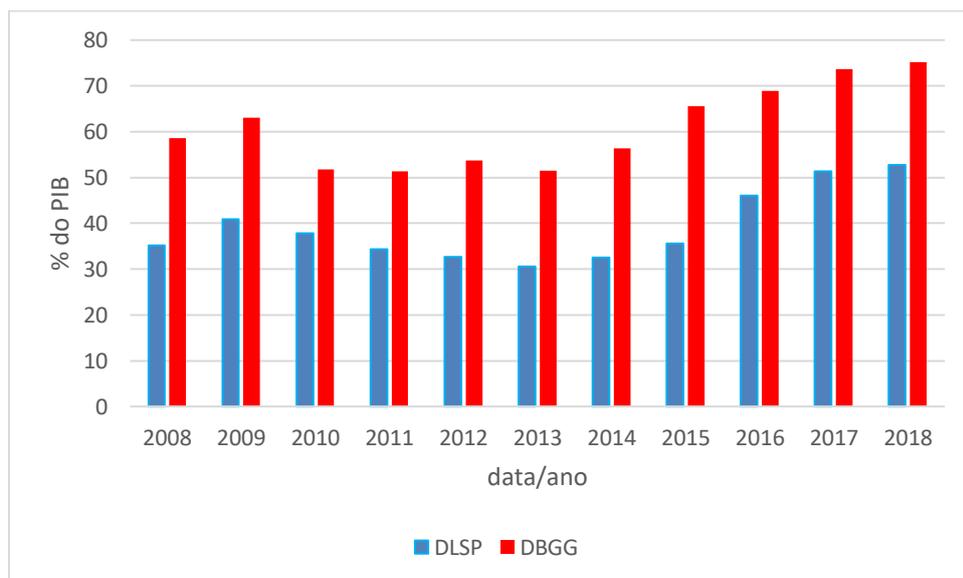
O gráfico 6 mostra o resultado primário do governo central, ele corresponde a diferença entre as receitas e as despesas em um período determinado. Nele se observa o resultado da flexibilização das contas públicas brasileiras, chegando até o déficit primário a partir de 2015, graças ao aumento dos gastos públicos brasileiros e as desonerações tributárias citadas anteriormente.

Em seu primeiro mandato, o governo Dilma teve sua política fiscal baseada na ampliação dos gastos públicos, utilizando desonerações fiscais selecionadas, como principal estratégia de estímulo ao crescimento econômico. Também foram utilizadas medidas que anteciparam as receitas e postergaram despesas para elevar o superavit primário, essas medidas ficaram conhecidas como “contabilidade criativa”, e ocasionaram a desconfiança na sustentabilidade das contas públicas do governo (DE OLIVEIRA, 2018; GIAMBIAGI, 2016).

Como consequência da política fiscal inadequada, utilizada no primeiro mandato do Governo Dilma, a dívida pública brasileira cresceu substancialmente. O gráfico 6 mostra o crescimento da dívida bruta do governo geral (DBGG) e da dívida líquida do setor público

(DLSP)² mostrando o desajuste fiscal no período e o processo de deterioração dos fundamentos da economia brasileira. Tanto a DBGG como a DLSP aumentaram mais de 20% em comparação ao produto interno bruto (PIB), quando se observa antes da crise em 2013 até 2018 quando a crise já está em fase de estagnação.

Gráficos 6- Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público em (% do PIB)



Fonte: Banco Central - elaborado pelo autor.

Conforme já dito neste capítulo e observado no gráfico 6, o processo de deterioração dos fundamentos da economia brasileira gerou um grande aumento no percentual da dívida pública. O Banco Central (BACEN) teve sua relação com a dívida pública mudada em 2002, quando foi retirado o seu direito de emitir dívida e a emissão da dívida passou a ser de exclusivo domínio do Tesouro Nacional. Com isso, a política monetária passou a ser realizada com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional diretamente ao BACEN, essa mudança não afeta o funcionamento da dívida, mas afeta seu perfil, pois os títulos da dívida pública sobre custódia do BACEN, normalmente, não são contabilizados no somatório total da dívida pública, esse somatório é composto pela dívida pública interna e externa. Na realização da política monetária,

² A DBGG inclui no seu cálculo o governo federal, estadual e municipal, sem estatais e sem o BACEN. Já a DLSP inclui os três níveis do governo, as estatais e o BACEN e ao contrário da DBGG, ela desconta ativos do governo, com destaque para as reservas internacionais e os créditos do Tesouro Nacional ao banco nacional de desenvolvimento econômico e social (BNDS).

o BACEN utiliza como lastro de suas operações, os títulos de dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional diretamente para ele. Dito isso, esse aumento da dívida pública mostrado no presente capítulo, ocasiona em dúvidas sobre as condições do BACEN de atuar como prestador de última instância em uma eventual nova crise devido a sua relação com o Tesouro Nacional (PAIM, 2016).

4. A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA REVERSÃO DO CICLO E A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

5.

O atual capítulo vai especificar a atuação do Banco Central do Brasil (BACEN), como prestador de última instância na crise de 2008 e na reversão do ciclo econômico a partir de 2010, também será detalhada a regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Nas situações em que ocorrem crises financeiras, com a finalidade de criar a contração do crédito e evitar a quebra do sistema financeiro, o Banco Central deve emitir moeda e criar crédito, atuando como prestador de última instância (CARVALHO, 2012).

4.1 Definindo as fases do ciclo econômico brasileiro entre 2008 e 2018

Conforme apresentado no capítulo anterior; O Banco Central americano (FED), teve uma atuação ativa como prestador de última instância na crise de 2008, para não ocorrer uma crise de maiores proporções no sistema financeiro mundial. Já o Banco Central Europeu (BCE), teve uma atuação mais comedida na crise, atuando mais na proteção do Euro, conforme seus fundamentos econômicos. Em relação a economia brasileira, a crise de 2008 teve uma repercussão mais limitada em comparação a repercussão nos Estados Unidos e União Europeia, pelo menos nesse primeiro momento. (PASTORE, 2014).

A repercussão da crise não foi maior, devido a fase do ciclo econômico brasileiro estar crescente; o país estava em um momento de otimismo com investimentos planejados para o futuro e uma situação econômica boa. O Brasil estava bem-preparado para enfrentar a crise.

Apesar disso, após a crise 2008, ocorreram repercussões das políticas anticíclicas utilizadas. Pois, a partir de 2010, a economia brasileira ameaça a reversão da fase do ciclo econômico e o governo usa de política fiscal e monetária para tentar estender a fase de crescimento sem que houvesse a reversão. Visando o aumento da liquidez as políticas monetárias anticíclicas utilizadas foram o ajuste taxa de juros, com a intenção de aumentar o crédito; vender reservas, para valorizar a moeda nacional; operações com fundo garantidor; redesconto e compromissadas pelo Banco Central, também visando a liquidez. Já as políticas fiscais ocorreram com o aumento dos gastos públicos e desoneração tributária, o que desestabilizou as contas públicas brasileiras (RAMOS, 2015; MESQUITA, 2010).

Com a degradação dos fundamentos da economia brasileira, graças aos desajustes fiscais e econômicos no país, com a política expansionista prolongada e a taxa de câmbio forçada a ficar valorizada, a partir de 2010 a economia brasileira começa a trilhar a fase decrescente do ciclo econômico. A conjunção da crise econômica e política, a partir do ano de 2014, desencadearam uma recessão econômica de grandes proporções até 2016, caracterizando a fase de estagnação econômica até o final da análise em 2018 (GIAMBIAGI, 2016; LOBATO, 2017).

4.2 A atuação do Banco Central do Brasil, no controle da liquidez, por operações de redesconto e compromissadas

Em uma crise financeira o Banco Central pode atuar como prestador de última instância, para evitar uma crise de maiores proporções ele aumenta a liquidez da economia. Para dar maior liquidez para a economia, a atuação de prestador de última instância pelo Banco Central pode ocorrer por meio das operações de redesconto e pelas operações compromissadas. As operações de redesconto são empréstimos concedidos pelo Banco Central às instituições financeiras com risco sistêmico, a operação ocorre através de crédito em reservas bancárias. Já as operações compromissadas acontecem através das operações de mercado aberto, com a venda de títulos públicos pelo Banco Central às instituições financeiras, esses títulos públicos têm o compromisso de recompra (CARVALHO, 2019).

Em 2008 o Brasil estava na fase crescente do ciclo econômico, o país estava em um momento de otimismo com uma boa situação econômica. Com a crise americana do *subprime* acontecendo no mesmo ano; como parte das ações anticíclicas tomadas para diminuir os efeitos da crise internacional o Banco Central do Brasil (BACEN) adotou iniciativas para enfrentar o problema de liquidez da economia. Essas iniciativas foram se ajustando as condições do mercado nos estágios pós crise, procurando evitar que o reflexo da crise internacional compromettesse o regime de política de metas para a inflação e cambial (MESQUITA, 2010).

Para aumentar a liquidez da economia, na atuação anticíclica como prestador de última instância na crise de 2008, o BACEN se concentrou nas operações de redesconto e compromissadas. A intenção do BACEN com essas medidas era prover liquidez para as instituições financeiras, principalmente para pequenos e médios bancos, destravar o crédito

interbancário para a sociedade em geral, e aprimorando o mecanismo de prestador de última instância (LIMA, 2013; DURAN, 2018).

No que se refere as operações de redesconto, na crise de 2008, foram anunciados os critérios em que o BACEN aceitaria ativos com garantias colaterais³. através da Medida Provisória: 442/2008 e a Resolução 3622/2008 estabeleceu que estas operações ocorreriam por meio da compra de ativos (em moeda estrangeira e nacional) que o BACEN escolheria, com o compromisso de recompra em um período estabelecido de até 360 dias, com um valor em favor ao BACEN (SILVA, 2012).

No entanto, a possibilidade de utilizar o redesconto em moeda nacional, pelas instituições financeiras, não foi utilizado neste período pós crise, pois o uso desse instrumento sinalizaria ao mercado que essas instituições estariam com dificuldades de solvência, e assim, perderiam a credibilidade junto ao mercado. Logo essas operações não incentivaram as instituições financeiras a expandir suas atividades com o empréstimo de recursos gerados pela operação de redesconto em moeda nacional. Mas sim, a liquidez foi expandida com as operações de redesconto em moeda estrangeira, mesmo que limitada; e a aquisição de títulos públicos em operações compromissadas (SILVA, 2012; DURAN, 2018).

Quadro 1- Operações em moeda estrangeira (US\$)

OPERAÇÃO	PERÍODO	VALORES
Operações compromissadas em dólares	Outubro de 2008-até 2010	US\$11,8 bilhões
Empréstimos de reservas internacionais (Redesconto)	Outubro de 2008-2010	US\$12,6 bilhões
Leilões de moeda estrangeira	Outubro de 2008-2010	US\$14,5 bilhões

Fonte: Mesquita 2010-elaboração do autor

O quadro 1 mostra a atuação do BACEN de forma intensa para assegurar uma liquidez em dólares para as instituições financeiras brasileiras, com a intenção de não deixar a taxa de

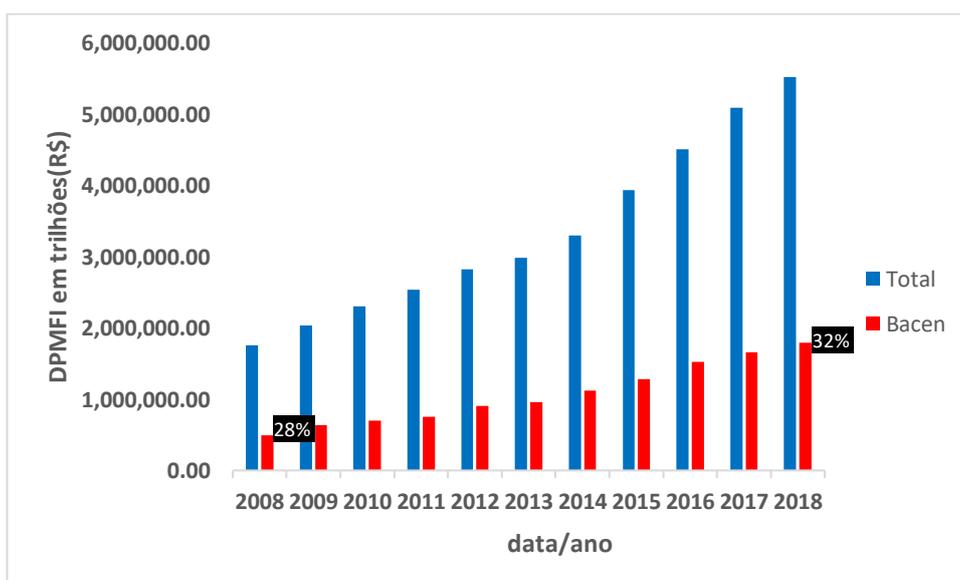
³ Ativos com garantias colaterais, são ativos que o devedor entrega como garantia para seu credor de forma de garantia para o pagamento da dívida.

câmbio disparar com a fuga de investimento estrangeiro, no período pós crise de 2008. Essa atuação se deu com as operações de redesconto e compromissadas em moeda estrangeira.

As operações de mercado aberto compromissadas, constitui o principal instrumento utilizado pelo BACEN para agir sobre a liquidez do mercado. Sua maior importância acontece devido: ao seu impacto imediato sobre a taxa de juros, podendo ser utilizada tanto para elevar quanto para baixar os juros; O BACEN decide quais títulos irá negociar e o período da recompra; o seu alcance é estendido a todas as instituições financeiras, justificando seu nome “mercado aberto” (PAIN, 2016).

Devido a sua eficiência, as operações compromissadas tiveram um crescimento no volume de operações negociadas pelo BACEN, no período em que ocorreu a crise americana de 2008. A taxa de remuneração das operações compromissadas será naturalmente próxima a taxa SELIC, só que a favor do BACEN, tanto na compra quanto na venda. O crescimento das operações compromissadas, para combater o problema de liquidez da economia, significa que o BACEN teve que utilizar mais títulos públicos com a operação. Portanto, a quantidade de títulos públicos que o Tesouro Nacional emite em favor do BACEN terá que aumentar para que ele possa executar a política monetária (PAIN, 2016).

Gráficos 7- Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI) total e DPMFI em poder do Banco Central em (R\$ trilhões)



Fonte: Banco Central - elaborado pelo autor.

A DPMFI caracteriza-se pela inserção de títulos públicos no mercado sem a realização de leilões ou outro tipo de oferta pública. Conforme observado no gráfico 7, a DPMFI total e a em poder do BACEN mais que triplicaram no período analisado. O aumento das operações compromissadas contribuíram para esse aumento e contribuiu para o aumento da porcentagem dos títulos em poder do BACEN, que aumentou 4% em relação ao total da DPMFI.

4.3 Relação entre o Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil (BACEN) recebe do Estado as funções de: emissor de moeda, responsável pela execução da política monetária, depositário das disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional, banco dos bancos, prestador de última instância, entre outras. Para realizar essas funções o BACEN tem sua relação com o Tesouro Nacional como fundamental (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

O balanço do BACEN tem como componente principal: o resultado das operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais realizadas no mercado interno, que é chamado de ‘equalização cambial’, junto com o resultado dos demais itens do balanço, operações sem a utilização de reserva cambial, chamados de “demais operações”; o somatório forma o resultado financeiro. Se o resultado dessas operações for positivo, o BACEN deve transferir esse lucro para o Tesouro Nacional; e se for negativo o Tesouro Nacional cobre esse prejuízo com a emissão de títulos públicos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Segundo a Lei 11.803/2008, é estabelecido na relação entre o Tesouro Nacional e BACEN a equalização cambial. O instituto da equalização cambial na apuração do resultado financeiro do BACEN, transforma o resultado em dois componentes e deixa transparente sua origem (MENDES, 2016).

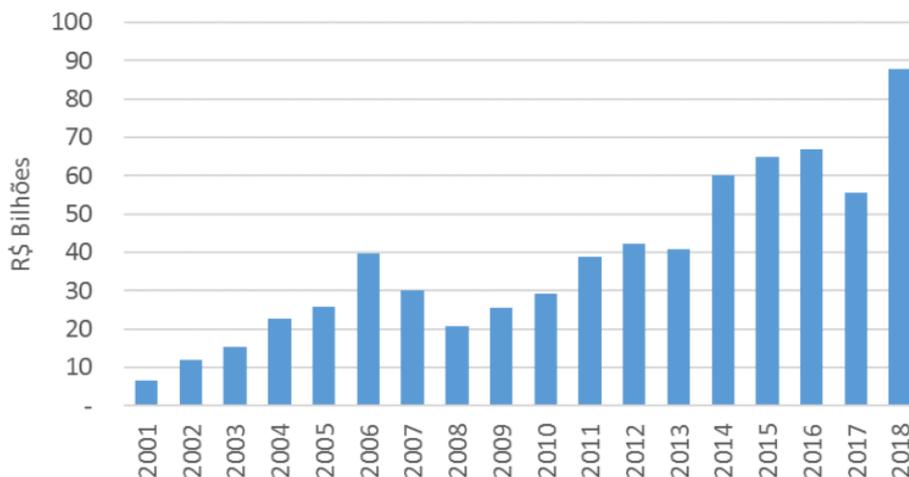
A Lei de Responsabilidade Fiscal em 2002 proibiu a emissão de títulos da dívida por parte do BACEN, desde então só o Tesouro Nacional pode emitir títulos públicos. Mas a Lei permite que o BACEN adquira títulos do Tesouro Nacional a preços de mercado. A utilização de títulos públicos pelo BACEN é essencial para a condução da política monetária e gestão de liquidez na economia. De forma geral, eles são utilizados para a condução da oferta e demanda das reservas bancárias e garantias de operações compromissadas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Para ajudar o BACEN em sua função de prestador de última instância, por meio das operações compromissadas, a Lei 11.803/2008 autorizou o Tesouro Nacional a emitir títulos diretamente ao BACEN, para assim, assegurar a manutenção de sua carteira de títulos da dívida pública em um volume adequado, dado sua atuação de prestador de última instância para conter os efeitos da crise de 2008. A Lei 13.820/2019 aprimorou essa função, pois criou um mecanismo automático para os aportes, para manter um volume de títulos adequado, quando a carteira de títulos livres do BACEN alcance uma margem igual ou inferior a 4% do total da carteira, o Tesouro Nacional emite títulos em favor do BACEN (MENDES, 2016; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

O relacionamento entre o BACEN e o Tesouro Nacional, na forma de recursos financeiros e títulos, não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), considerando que as duas instituições fazem parte do conceito do setor público, fazendo com que suas operações se compensem entre si. Já a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é influenciada pela evolução da carteira de títulos do Tesouro Nacional no BACEN, se for considerada as estatísticas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Ao contrário do conceito estabelecido pelo BACEN, que considera a carteira de títulos públicos em posse do mesmo passivo do setor público (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Os títulos públicos em posse do BACEN afetam o perfil do relatório da Dívida Pública Federal (DPF), pois o relatório é composto pela dívida interna sem contar os títulos em posse do BACEN e pela dívida externa. A manutenção dos títulos em posse do BACEN é diferente da manutenção dos títulos em posse do mercado. Pois, os títulos em posse do BACEN não representam riscos de refinanciamento para o Tesouro Nacional, quando eles vencem o Tesouro Nacional emite novos títulos em favor do BACEN com o mesmo valor dos antigos, porém não é permitido a mesma técnica com os juros, eles devem ser pagos de acordo o fluxo pagamentos previsto, aumentando a necessidade de financiamento por novos títulos públicos do Tesouro Nacional para esses pagamentos, como observado no gráfico 8 com o seu histórico de pagamentos (PAIM, 2016; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019). Portanto, para ter um panorama geral da dívida pública brasileira tem-se que calcular a dívida pública interna total (incluindo os títulos em posse do BACEN), mais a dívida externa.

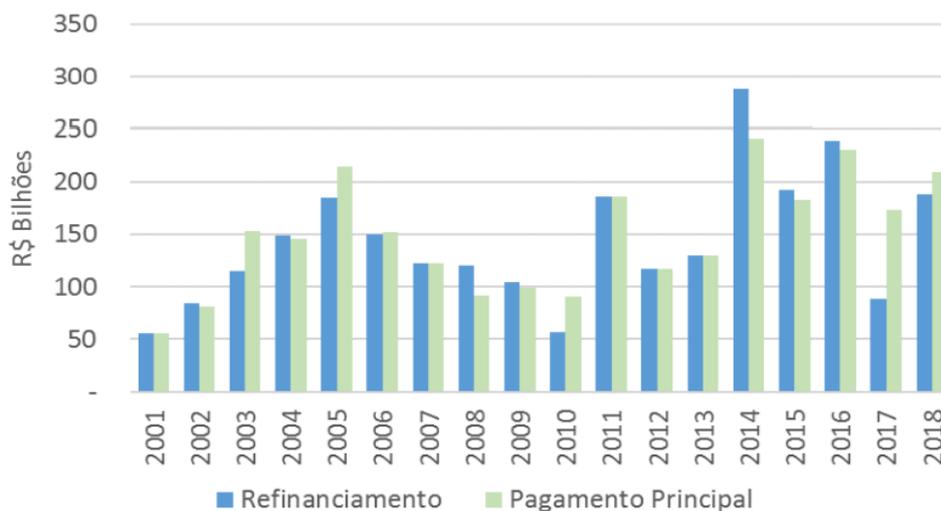
Gráficos 8- Pagamentos correntes de encargos da carteira de títulos do BACEN em
(R\$ Bilhões)



Fonte:STN

Fonte: Banco Central do Brasil, 2019

Gráficos 9- Refinanciamento e pagamento do principal da carteira de títulos do BACEN
(R\$ Bilhões)



Fonte: STN

Fonte: Banco Central do Brasil, 2019

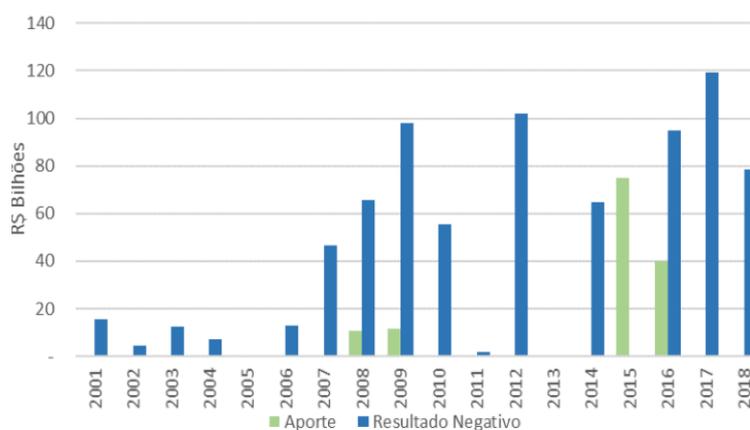
No gráfico 9, é mostrado as emissões do Tesouro Nacional ao BACEN para fins de refinanciamento. Com o vencimento dos títulos com remuneração prefixada, ocorrem dois

movimentos: o montante que vence no mercado se transforma em liquidez, que é contida por meio das compromissadas; e o montante de títulos disponíveis para lastro das compromissadas em posse do BACEN se reduz pelo vencimento. Com esses movimentos, a carteira do BACEN pode reduzir a liquidez ao absorver seu impacto, assim, o Tesouro pode efetuar emissões de refinanciamento antecipadamente, para garantir os instrumentos essenciais para a política monetária. Com a antecipação do refinanciamento em alguns anos, justifica o pagamento do principal diferente do refinanciamento no gráfico 9 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

A dinâmica de crescimento das emissões para o BACEN, é caracterizada pelo constante refinanciamento do pagamento principal e pelo pagamento dos juros reais. O estoque de títulos do BACEN teria de crescer com a atualização monetária pelo índice de preços de cada ano. Para ir contra essa tendência, o Tesouro Nacional emite títulos para a cobertura dos resultados negativos do BACEN, e aportes para garantir um valor adequado para carteira de títulos para a execução de política monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Existem três condições que o Tesouro Nacional, faz aporte de títulos em favor do BACEN, são elas: para a cobertura do balanço semestral, quando o resultado for negativo; para refinanciamento do principal, quando os títulos em posse do BACEN vencem; e para recompor o valor mínimo da carteira, estipulado em 4%. Só quando ocorre refinanciamento do principal a emissão de títulos em favor do BACEN, resulta em contrapartida financeira entre as instituições (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Gráficos 10- Emissões para recomposição da carteira livre (aportes) e cobertura de resultados negativos.



Fonte: STN

Fonte: Banco Central do Brasil, 2019

O gráfico 10 mostra que ocorreu mais aportes para cobrir resultados negativos do BACEN, do que para recomposição da carteira, que foi quase nula. Os aportes para recomposição da carteira tiveram seu pico nos anos do auge da crise brasileira em 2015 e 2016. Já os aportes para cobrir os resultados negativos ocorreram de forma mais linear, com seu pico em 2017 quando a crise já estava em fase de estagnação.

A contabilidade do Tesouro Nacional na sua subconta conta os títulos emitidos para o BACEN. Ela compreende recursos que se destinam exclusivamente a dívida, como as receitas que têm origem nos fluxos de resultados do BACEN, que devem ser usadas para abater a dívida pública mobiliária federal, principalmente a dívida da carteira de títulos do BACEN. Portanto, a reserva de caixa para pagar a dívida deve ser entendida como a subconta da dívida mais a parcela de fontes orçamentárias vinculadas ao pagamento de dívida que integra a subconta do Tesouro Nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

4.4 Regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN)

Em um mundo em que os recursos são escassos, o Estado tem como finalidade a proteção do bem comum e esta proteção ocorre apenas com a regulação do sistema financeiro, através do encontro das ciências econômicas com a ciência jurídica. Segundo Keynes (2017), a estabilidade econômica pode ser retomada e mantida apenas com a atuação do governo e Banco Central, esta atuação ocorre por meio de investimento público e regulação do Sistema Financeiro (HERBST, 2013). Segundo Minsky (2011) a estabilidade gera de forma natural a instabilidade, devido ao maior risco que os agentes estão dispostos a correr, pela adoção de comportamentos especulativos quando o período econômico é estável.

A regulação do Sistema Financeiro tem como objetivo afastar a ocorrência de crises sistêmicas. No Brasil há um controle rígido da atividade financeira praticada pelos bancos, com o objetivo de fornecer estabilidade ao Sistema Financeiro através da regulação econômica. O Sistema Financeiro Nacional (SFN) tem como característica um sistema regulatório que visa minimizar os riscos sistêmicos que o setor financeiro está sujeito (HERBST, 2013).

A regulação no sistema financeiro brasileiro ocorre através da intervenção econômica das autoridades do SFN, principalmente do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco

Central do Brasil (BACEN). E caso ocorra uma crise financeira sistêmica eles atuam para evitar uma crise de maiores proporções (LOBATO, 2017).

Cabe ao CMN regulamentar, estabelecendo as condições como limites e prazos para as operações de redesconto e compromissadas, efetuadas por toda e qualquer instituição financeira de natureza bancária e zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras. Cabe ao BACEN exercer o controle do crédito, fiscalizar as instituições e aplicar penalidades previstas, autorizar incorporações e fusões entre as instituições financeiras. O BACEN é também quem intermedia a comunicação do governo brasileiro com as instituições estrangeiras (HERBST, 2013; LOBATO, 2017).

Como medidas de prevenção aos choques sistêmicos no Sistema Financeiro foram instituídos no Brasil: o sistema garantidor de crédito, em que os depositantes têm garantia implícita de seus depósitos; o sistema de socorro financeiro para instituições com problemas transitórios de liquidez, realizados pelas operações de redesconto e compromissadas, pelo BACEN. Essas operações têm dupla função no sistema financeiro: são instrumentos de política monetária e instrumentos que asseguram um sistema financeiro saudável, diminuindo o risco sistêmico pela função de prestador de última instância (LOBATO, 2017).

Uma das causas para um bom enfrentamento brasileiro na crise mundial de 2008 foi a forte regulação sobre o Sistema Financeiro Nacional, com a atuação de seus instrumentos prudenciais e sistêmicos, ambos coordenados pelo BACEN. A regulação brasileira tem por característica uma postura mais conservadora, com um forte controle sobre inovações financeiras e alavancagem de crédito, está última um dos principais motivos da crise americana de 2008, visando a solvência e liquidez do sistema financeiro (LOBATO, 2017).

A crise de 2008 expôs vulnerabilidade nos sistemas financeiros de todo o mundo, com isso, algumas lições foram aprendidas. A mais importante delas é que o sistema financeiro mundial precisa ser regulamentado. No caso brasileiro, mesmo com uma regulação financeira eficiente no combate a crise, foram observados alguns aspectos que precisam ser melhorados. Em 2011, foi criado o Comitê de Estabilidade Financeira (COMEF), ele é composto pelo presidente do BACEN e por seus diretores, e tem o objetivo de avaliar a estabilidade financeira e definir as estratégias para a diminuição do risco sistêmico para priorizar a estabilidade financeira (LOBATO, 2017).

Conforme observado anteriormente, ocorreu no Brasil uma crise de caráter institucional sendo ela iniciada em 2014, com sua fase mais crítica em 2015. Com a crise ocorreu um agravamento da situação econômica nacional, com as políticas anticíclicas, ocorreu uma alavancagem do crédito nacional, aumentando as taxas de endividamento da sociedade. Para combater a crise, o BACEN define sua função de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente; estabelecendo em 2015 os objetivos: de voltar a cumprir as metas de inflação e manter a solidez e eficiência para o SFN, com uma atuação mais contracionista (LOBATO, 2017).

4.5 Análise FINAL

Este estudo teve como objetivo principal analisar a condição do Banco Central do Brasil (BACEN) de atuar como prestador de última instância, em um cenário de instabilidade financeira e frente ao aumento da dívida pública, estando o país estagnado em uma fase decrescente de ciclo econômico. Para analisar a condição do BACEN foram utilizadas as políticas econômicas Keynesiana e pós-keynesiana, apresentando a degradação dos fundamentos da economia brasileira, que caracterizou a fase decrescente do ciclo econômico a partir do ano de 2010. Foi essencial para a análise especificar a atuação direta do BACEN para reverter o ciclo a partir de 2008, caracterizando como o Tesouro Nacional financiou suas operações no período (CARVALHO, 2012).

Neste sentido, se utilizou a teoria dos ciclos econômicos de Keynes, em que os ciclos econômicos são regulares e endógenos ao sistema econômico, pois as mesmas forças cumulativas que jogam o sistema econômica para cima, jogam ele para baixo; essas forças que jogam ele para baixo caracterizam a fase decrescente do ciclo, ou seja, uma crise. A partir desta teoria de Keynes sobre o ciclo econômico, se apresentou a teoria pós-keynesiana de Minsky que atua nessa fase decrescente do ciclo, com a utilização do Banco Central como prestador de última instância para amenizar os efeitos da crise e como regulador do sistema financeiro (KEYNES, [1936], 2017; MINSKY, 2013).

Foi mostrado a importância da atuação do Banco Central como prestador de última instância na crise imobiliária do *subprime* de 2008, devido a globalização a crise repercutiu pelas bolsas de todo o mundo. A atuação do Banco Central americano (FED) e a atuação menos ativa, mas importante, do Banco Central Europeu (BCE) foram essenciais para conter os efeitos

da crise. No Brasil a atuação do Banco Central como prestador de última instância aconteceu por meio do financiamento do Tesouro Nacional, através da utilização das reservas bancárias e pela emissão de títulos públicos em operações de redesconto e compromissadas (CHIANAMEA, 2010).

Considerando este financiamento do Tesouro Nacional, se observou que o BACEN na crise de 2008 atuou em pequena escala, criando mecanismos de liquidez para a economia, com as operações de redesconto e compromissadas em moeda estrangeira. A atuação foi em pequena escala, pois os efeitos da crise no Brasil mesmo que consideráveis, foram limitados ao comparar com outras economias, pois o país estava em uma fase crescente do ciclo econômico, decorrente da: regulamentação do sistema financeiro, *boom* das *comodities* e situação das reservas bancárias. Apesar disso, depois de iniciada, a crise teve repercussão na confiança do sistema financeiro brasileiro, obrigando o país a utilizar políticas anticíclicas (DA FONSECA, 2019).

As medidas anticíclicas utilizadas, visaram, o aumento da demanda agregada, com o aumento da liquidez. As medidas monetárias foram utilizadas através do BACEN, e as medidas fiscais através do aumento do gasto público, com a expansão fiscal. As políticas anticíclicas fiscais e monetárias ajudaram o país a enfrentar a crise, com a conservação da demanda agregada, mas tiveram como consequência um elevado gasto fiscal que aumentou a dívida e desestabilizou as contas públicas, graças ao seu prolongamento (LIMA, 2013).

A partir de 2010, começou a ocorrer a reversão do ciclo econômico, o governo usou política fiscal e monetária expansionista para tentar estender a fase de crescimento sem que ocorresse a reversão. Mas como consequência ocorreu a degradação dos fundamentos da economia brasileira, essa degradação ocorreu graças aos desajustes fiscais e econômicos do país, com a política fiscal expansionista prolongada e uma taxa de câmbio forçada a ficar valorizada com a atuação monetária, visando o aumento da liquidez, com o ajuste da taxa de juros. Deixando de lado a política do tripé macroeconômico, com sua flexibilização, o governo deixou de priorizar o superavit primário. Portanto, se fez o contrário do que a teoria keynesiana recomenda, ao invés de aumentar a liquidez na fase de otimismo do ciclo deveríamos ter começado a restringi-la, com a elevação da taxa de juros (LOBATO, 2017).

A partir dos dados analisados o ano de 2014 representou a reversão cíclica, com a piora dos indicadores econômicos do país: com déficit primário, com uma inflação recorde, e o PIB negativo nos anos de 2015 e 2016 evidenciando o auge da crise. Depois, o processo de troca

do governo no país e a adoção de uma política mais contracionista resultou em uma estagnação econômica até o fim do período analisado em 2018 (LOBATO, 2017).

Com a degradação dos fundamentos da economia brasileira e a crise instalada houve um forte aumento da dívida pública em relação ao PIB, com mais de 20% quando se observa antes da crise, em 2013, até 2018 quando o ciclo já está em fase de estagnação. Com o cenário econômico brasileiro, apresentado, volta-se para o problema principal apresentado no estudo, teria o BACEN condições de atuar como prestador de última instância financeira, em uma futura crise econômica, frente ao aumento da dívida pública?

A dinâmica de emissões de títulos do Tesouro Nacional para o BACEN tem crescido, e esse crescimento tem como características o constante refinanciamento do pagamento principal e pelo pagamento dos juros reais; a emissão de títulos para a cobertura dos resultados negativos do BACEN; e aportes para garantir um valor adequado que foram estipulados em 4% do total, para carteira de títulos, para a execução de política monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Conforme a teoria do Minsky, os períodos de estabilidade e instabilidade econômica são devidos a procura da realização dos interesses próprios pelos agentes, da economia capitalista, e da falta da regulação financeira, essa regulação se dá pela atuação do governo e do Banco Central para a estabilização. A regulação do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi essencial para que os efeitos da crise de 2008 fossem pequenos. A boa regulamentação do SFN, se dá com uma posição mais conservadora, com um forte controle sobre alavancagem de crédito. Mas com a crise instaurada a partir de 2014, foram criados incentivos para alavancagem do crédito dos agentes econômicos em geral, para dar incentivo à demanda agregada da economia, ocorrendo desconfiança se a regulamentação bancária, a partir disso, seria suficiente para estabilizar a economia em um novo ciclo econômico (MINSKY, 2013; HERBST, 2013).

Considerando a crise de 2008, as operações do BACEN como prestador de última instância (redesconto e compromissadas) em moeda nacional tiveram sua utilização quase nula, pois, se esse instrumento fosse utilizado em ampla escala sinalizaria ao mercado que as instituições nacionais estavam com risco de solvência, ocorrendo a perda de sua credibilidade. O objetivo do prestador de última instância é a estabilidade financeira, ajudando o sistema financeiro a manter-se o mais ordenado possível, cuidando para que as instituições financeiras não se tornem credores ilíquidos para não provocar uma reação em cadeia no sistema financeiro.

As operações em moedas nacional, sinalizariam que as instituições tinham risco de solvência, podendo ocorrer uma reação em cadeia no sistema. Ocorreu na crise de 2008, a atuação do BACEN como prestador de última instância em moeda estrangeira, com a utilização da emissão de títulos em dívida externa e uso das reservas internacionais (SILVA, 2012; DURAN, 2018).

Em uma possível futura crise financeira internacional, o BACEN não teria condições de atuar como prestador de última instância em função do atual ciclo econômico brasileiro. Pois desde 2014 a economia não ter revertido a fase do ciclo para um novo *boom*. O BACEN atua pelo financiamento do Tesouro Nacional, com a emissão de títulos da dívida e a utilização de suas reservas. A emissão de títulos da dívida, na condução de política fiscal expansionista já comprometeu boa parte do PIB brasileiro. O aumento em demasia desse instrumento pode gerar riscos de solvência para o país. Sempre que a política monetária for expansionista, visando o aumento da liquidez, ocorre uma redução nos títulos em posse do BACEN, pois esses títulos são usados em operações compromissadas. Para garantir a margem de segurança para as operações compromissadas, a Lei 11.803/2008 garante a emissão de títulos para a execução da política monetária. Então na complexidade de um cenário que exigiria a atuação do prestador de última instância garantindo a liquidez do sistema, muito possivelmente ocorreria o aumento da dívida, se somando ao crescimento que já comprometeu boa parte do PIB, a probabilidade de o país transparecer que é incapaz de saldar seus compromissos se elevará sensivelmente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo da afirmação de Keynes que as crises financeiras são cíclicas, e frente ao problema de pesquisa deste estudo; em uma eventual nova crise financeira será preciso que os Bancos Centrais, mais relevantes do mundo, atuem como prestador de última instância. Considerando a degradação dos fundamentos da economia brasileira pelos sucessivos anos de recessão e estagnação econômica, considerando que o Tesouro Nacional é o financiador do Banco Central do Brasil (BACEN), e considerando uma dívida interna comprometendo boa parte do produto interno bruto (PIB) do país atualmente (CHIANAMEA, 2010); nesse complexo cenário traçado questionou-se se o Banco Central do Brasil (BACEN) teria condições de atuar como prestador de última instância frente ao aumento da dívida pública?

E nesse estudo foi constatado que em uma possível futura nova crise financeira, o BACEN, não teria condições adequadas para atuar como prestador de última instância. Considerando que a dinâmica do ciclo econômico brasileiro que desde 2014 a economia não conseguiu reverter a fase decrescente do ciclo para um novo *boom*. Considerando que o financiamento das operações do BACEN, ocorrem pelo Tesouro Nacional, com a emissão de títulos da dívida e a utilização de suas reservas. O aumento em demasia da emissão de títulos da dívida pelo país, em uma futura nova crise financeira, pode gerar riscos de solvência para o país, em função do comprometimento de boa parte do PIB brasileiro com a emissão de títulos da dívida na condução da política fiscal expansionista a partir de 2010 na tentativa de não reversão da fase de boom do ciclo econômico.

Chegou-se a essa conclusão traçando os objetivos específicos definidos para esse estudo. Através do sistema interpretativo dos ciclos econômicos keynesianos obteve-se a base para os argumentos e construção da análise que foram, anteriormente, apresentados. Sendo o Banco Central o prestador de última instância na fase decrescente do ciclo, se comprovou a relevância do Banco Central garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional, e para regular o sistema financeiro e diminuir os efeitos da crise. Sua atuação como prestador de última instância, evita a perda geral de liquidez no mercado e mantém a confiança sobre o sistema financeiro nacional.

Observou-se a degradação dos fundamentos da economia brasileira que caracterizam uma fase do ciclo econômico, a decrescente ou recessiva. A partir do ano de 2010 em

decorrência da atuação de políticas anticíclica usadas para driblar os impactos da crise de 2008, a o início da reversão do ciclo econômico ficou evidenciada a partir de 2010, tendo 2014 como o ano que representou a reversão cíclica de fato, com a economia brasileira em recessão. Com a piora dos indicadores econômicos brasileiros chegando a um déficit primário, com uma inflação recorde e PIB negativo nos anos de 2015 e 2016 evidenciando o auge da crise. Com a crise econômica e política a troca de governo no país e a adoção de uma política mais contracionista resultou em uma estagnação econômica até 2018, sendo esse o último ano de análise do estudo. A partir dos dados e informações apresentados comprovou-se que o Brasil atuou ao contrário do recomendado por Keynes que na fase crescente do ciclo, especificamente no auge do boom quando se tem um excesso de confiança dos agentes econômicos ter deve-se começar a restringir essa fase com a elevação da taxa de juros.

A atuação do BACEN frente a crise de 2008, ocorreu com a função de emprestador de última instância em moeda estrangeira, com a utilização da emissão de títulos em dívida externa e das reservas internacionais, através de operações compromissadas e de redesconto. A atuação em moeda nacional foi quase nula, pois, a utilização deste instrumento sinalizaria ao mercado que as instituições nacionais corriam o com risco de solvência, ocorrendo a perda da sua credibilidade. Portanto, as operações em moeda nacional, poderiam causar uma reação em cadeia no sistema financeiro nacional.

A regulação do SFN foi essencial para diminuir os efeitos da crise de 2008 no país. A boa regulamentação do sistema a atuação mais conservadora e o forte controle sobre a alavancagem de crédito fizeram com que os reflexos da crise financeira internacional não afetassem de forma expressiva o SFN. Mas, com a crise a partir de 2014, foram criados incentivos para alavancagem do crédito dos agentes econômicos em geral, para uma melhora da demanda agregada da economia. A partir desse momento, ocorre a desconfiança se a regulamentação bancária seria suficiente em uma futura nova crise.

O Tesouro Nacional financiou as operações do BACEN entre os anos de 2008 e 2018. A atuação do BACEN na execução de política monetária expansionista, visando o aumento da liquidez, se deu pelo financiamento do Tesouro Nacional com a emissão de títulos da dívida, e a utilização de suas reservas com as operações compromissadas e de redesconto. Os títulos da dívida brasileira em posse do BACEN e em geral mais triplicaram no período analisado. E esse comportamento da dívida reforça a conclusão e a resposta dada a pergunta inicial desse estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M. **A Ordem do Progresso Edição Atualizada: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2015.

AGUIAR, K. S. **A recessão e as tentativas de superação: uma análise sobre as políticas monetária e fiscal do Brasil nos anos 2014-2018**. UFS, São Cristóvão, 2020.

ALVES, M. B. **Dívida pública brasileira: uma análise da sustentabilidade da política fiscal entre os anos de 1999 e 2016**. UNIPAMPA, Santana do Livramento, 2018.

ANDRADE, A. R. M. S. O papel do Banco Central Europeu na crise financeira em 2008: o caso espanhol. **Fronteira: Revista de Iniciação Científica em Relações Internacionais**, Belo Horizonte, v. 14, p.129-150, 2015.

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, p. 27-60, jan./abr. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Home Page <https://sisweb.tesouro.gov.br> Acesso em: 28/02/2022.

BARBOSA, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**. v. 31, p. 51-60, Rio de Janeiro, 2017.

BLACK, C. Preços de commodities, termos de troca e crescimento econômico brasileiro nos anos 2000. **Indicadores Econômicos FEE**. v. 42, n. 3, p. 27-44, Porto Alegre, 2015.

BRUNO, J. P. D. S. **Um determinante da elevada taxa básica de juros no Brasil: a ineficiente transmissão nos canais da política monetária brasileira**. UFF, Campos do Goytacazes, 2017.

CARVALHO, C.E. O Banco Central como prestador de última instância: mão quase invisível ao sustentar os mercados. **OIKOS**, v. 11, n. 2. P. 217-239, Rio de Janeiro, 2012.

CARVALHO, F. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2017.

CHIANAMEA, D. R. **Empréstimos em última instância= conceitos e evolução**, UNICAMP. Campinas, 2010.

DA FONSECA, J. S. **Economia Monetária e Financeira: 3ª edição**. Imprensa da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2019.

DE HOLANDA, B. F. O banco central no governo Lula. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 7, p. 49-54. 2011.

DE OLIVEIRA, C. R. N.; FERREIRA, K. M S. Análise da política fiscal do Governo Dilma Rousseff (2011 A 2015). **Observatorio de la Economía Latino-americana**, São Paulo, agosto, 2018.

DURAN, C. V.; BORGES, C. Enfrentando a crise financeira: como constrangimentos jurídicos causaram a fragmentação institucional do poder monetário brasileiro no pós-2008. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 14, p. 450-491, mai./ago. 2018.

GIAMBIAGI, F. Fim de Ciclo: O Governo Dilma (2011-2015). **Economia brasileira contemporânea (1945-2015)**. Cap 9, p. 239-272. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GZVITAUSKI, T. R. **Uma crise à lá Minsky?: uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky**. UNESP, Araraquara, 2015.

HERBST, K. K.; DUARTE, F. C. A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 16-38, jan./dez. 2013.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Saraiva Educação SA, São Paulo, 2017.

LIMA, T. D.; DEUS, L. N. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. **Revista Cadernos de Economia**, Chapecó, v. 17, n. 32, p. 52-65, jan./jun. 2013.

LOBATO, C. F. S. T. **O estado brasileiro da crise e a análise econômica da regulação do sistema financeiro nacional: alternativa de superação**. UFPE, Recife, 2017.

MENDES, L. **A crise financeira americana de 2008: um exame comparativo da explicação da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky e da Teoria Austríaca do Ciclo Econômico**. UNIJUÍ, Ijuí, 2016.

MENDES, M. **A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Tesouro–Banco Central**. Brasília, 2016.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília, Depep, 2010.

MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, v. 3, n. 1, p. 21-38, 1994.

_____. **Estabilizando uma economia instável: a inclinação natural das economias de mercado, complexas e globais, em direção à instabilidade**. 2 ed. Osasco: Novo Século, 2013.

_____. **John maynard keynes**. Campinas: Unicamp, 2011.

MUNHOZ, D. G. **Economia aplicada: técnicas de pesquisa e análise econômica**. Brasília: Universidade de Brasília, 1989.

PAIM, B. Política monetária e dívida pública federal no Brasil, de 2004 a 2015. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 43, n. 4, p. 23-40, Porto Alegre 2016.

PASTORE, A.; GAZZANO, M.; PINOTTI, M. **Inflação e crises: o papel da moeda**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2014.

PEREIRA, L. C. B; PAULA, L.F.; BRUNO, M. **Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil**. Tese de Doutorado. UFRJ, Rio de Janeiro, 2019.

PIRES, M. C. C. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 18, n. 1, p. 69-90, 2014.

RAMOS, A. P. et al. **Brasil diante da crise do subprime: abordagem pós-Keynesiana do conjunto de medidas anticíclicas adotada pelo governo federal brasileiro e o desempenho da economia de 2007 a 2010**. 2015. 139f. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo–PUC-SP, São Paulo, 2015.

SILVA, G. F. et al. Atuação do Banco Central do Brasil na crise de 2008/2009 e o Regime de Metas de Inflação. 2012. 128f. Dissertação de Mestrado – PUC, São Paulo, 2012.

WEISS, R. A. M. *Dívida pública: uma relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. 2018.47f. Trabalho de Conclusão de Curso – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2018.