

1 Introdução

O processo de estabilização da economia brasileira desde o início do Plano Real em 1994 foi ancorado por política monetária ativa do Banco Central do Brasil (BCB). Concomitantemente, observaram-se profundas modificações no Sistema Financeiro (SF) brasileiro. O principal objetivo dessa dissertação é entender como estes dois eventos se relacionam. Serão analisadas as relações entre um SF frágil e a condução da política monetária, os diferentes impactos inflacionários dos programas de saneamento e as conseqüências de crises bancárias sobre os possíveis desenhos de regulação do SF.

Neste primeiro capítulo, faz-se uma análise do balanço do BCB. Investiga-se, nas subcontas do ativo e do passivo da instituição, quais características eram mais relevantes para a determinação de seu resultado em cada período, ou seja, a origem dos custos incorridos pela autoridade monetária na implementação da política monetária e suas possíveis atividades *quasi*-fiscais. Encontra-se evidência, ao elaborarmos uma análise de sensibilidade do resultado, de que empréstimos do BCB ao SF eram fontes de perda relevantes em comparação com movimentos de importantes variáveis macroeconômicas. Considerando o BC como instituição de recursos limitados para a execução de seus objetivos, essa exposição poderia gerar uma dificuldade adicional na política monetária.

Motivado pela evidência brasileira de que autoridade monetária teve importante papel no saneamento do SF, o segundo capítulo investiga o fenômeno da dominância bancária. Por dominância bancária, entendemos quaisquer restrições ou influências à condução da política monetária impostas por um SF frágil em determinado país. Estas restrições podem ser relevantes somente em períodos de crise (por exemplo, a crise de confiança asiática se deu associada a uma profunda crise bancária) ou se dar em horizontes maiores de tempo (recorrentes empréstimos de liquidez descaracterizando uma política monetária contracionista, como no caso de provisão de liquidez aos bancos estaduais nos

últimos dois trimestres de 1990 e primeiro de 1991).¹ Os problemas nos bancos levam a restrições sobre a política monetária de várias maneiras: desde a incorporação dos custos de um possível *bail-out* a bancos (públicos e privados) nas expectativas de investidores sobre a capacidade fiscal do governo, o que influenciaria o prêmio de risco país e conseqüentemente a taxa juros necessária para manutenção da paridade, até a inibição direta de determinadas ações por parte da autoridade monetária pelo temor de que grandes movimentos de câmbio ou juros pudessem causar uma crise sistêmica. O problema está claramente explicitado em Fraga, Goldfajn e Minella (2003):

A problem to the conduct of monetary policy can rise when there is fear that a tightening may lead to a financial crisis. This may come as a consequence of a weak and/or over-leveraged financial system, and may bring about the expectations that monetary policy will not be conducted with the goal of defending the nominal anchor of the economy. This problem can be characterized as a form of dominance, which we name 'financial dominance'.

O enfoque do segundo capítulo será no entendimento dos tipos de imperfeições de mercado, ou, sendo mais específico, de falhas informacionais que possam levar a esse tipo de fenômeno. Pergunta-se sobre os motivos da fragilidade excessiva do SF brasileiro na segunda metade da década de 90. O modelo construído sugere que diferentes expectativas quanto ao sucesso do plano de estabilização da economia levaria os bancos a investirem pouco em gestão de crédito e a se exporem demais aos riscos de movimentos de taxas de juros reais.

O estudo sobre dominância bancária se insere, dessa maneira, no contexto mais amplo dos condicionantes da política monetária em países em desenvolvimento. Relaciona-se com a ampla literatura de outros condicionantes como a dominância externa ou *sudden-stops*² (restrições de financiamento de conta corrente com fortes depreciações do câmbio nominal) e dominância fiscal³ (caso em que gastos excessivos ou um descontrole na evolução da dívida pública tornam a execução da política monetária passiva).

¹ Ogasavara & Vasconcelos (1992)

² Para uma referência sobre o tema, Caballero & Krishnamurthy (2003).

³ Para uma primeira exposição teórica do problema, veja Sargent & Wallace (1981) e, para uma versão mais recente e controversa para o caso brasileiro, Blanchard (2004).

A história recente do Brasil é repleta de problemas e necessidades de políticas intervencionistas no sistema financeiro. Podemos enumerar uma longa lista de necessidades de financiamento e programas de saneamentos para os Bancos Estaduais ao longo da década de oitenta. Esses programas, dos quais os mais proeminentes foram o PROREF e os RAETs, já demandavam quantidade considerável de recursos.⁴ No início do processo de estabilização da economia, viu-se a implementação de um amplo programa de saneamento do SF brasileiro, atingindo bancos estaduais, federais e privados. Os custos totais das intervenções, incluindo o montante assumido com ativos de difícil recebimento e com o total de dívida pública emitida para saneamento dos públicos, atingem cifras superiores a 8% do PIB.⁵ Evitar a dominância bancária seria uma justificativa adicional para esses grandes gastos, além dos tradicionais argumentos de proteção aos usuários do SF e da manutenção do fornecimento de crédito com seus impactos para a atividade real.

Há ainda evidência de que as ajudas aos bancos estaduais (BEs) tiveram impacto inflacionário na década de 80 e início de 90, enquanto o saneamento definitivo do SF implementado posteriormente foi absorvido integralmente por aumentos da dívida pública. As características diferentes da economia brasileira podem tornar as trajetórias ótimas de inflação diferentes nesses dois períodos da economia brasileira. Ainda no segundo capítulo, apresentamos um modelo para tornar explícitas essas características.

Frequentes crises bancárias e a relevância do SF pra a condução da política monetária tornam central a questão de como deve ser implementada a fiscalização bancária, pela autoridade monetária ou agência independente. Este será o assunto do último capítulo da dissertação. Embora sejam claros os benefícios de o BC dispor de informações vindas dos bancos, não é tão evidentemente necessário que ele as obtenha através do exercício de uma atividade sem relação direta com o seu objetivo principal, a manutenção de níveis baixos de inflação. Existe, ainda, a possibilidade de que situações graves de insolvência de bancos e ações emergenciais do BC causem grandes incertezas institucionais, perda de credibilidade da autoridade monetária, gerando incentivo a implementar esforço além do ótimo social na atividade regulatória. Dessa maneira, explora-se, num

⁴ Araújo (1998) e Leal (2000) para descrição completa do Sistema Financeiro Estadual.

modelo, as conseqüências de a fiscalização bancária ser implementada pelo BC ou por uma agência autônoma.

A questão, naturalmente, relaciona-se com a da dominância bancária. Caso as taxas de juros e o esforço de fiscalização determinem a quantidade de crises bancárias, o desenho institucional passa a ser ainda mais relevante, pois, no caso de fiscalização interna, o BC poderia abrir mão de um aperto na política monetária para não incorrer nos custos de mais crises bancárias ou maiores níveis de fiscalização. Cabe ressaltar ainda a maior importância desta questão em países com histórico de eventos extremos e custosos em seus SFs, como é o caso de muitos países em desenvolvimento.

1.1. Custos do BC.

Neste capítulo, primeiramente serão analisados os resultados do balanço do BCB, no intuito de traçar estimativas dos custos fiscais da condução da política monetária. O estudo compreende todos os balanços a partir de 1994.

A metodologia implementada segue o artigo de Fry (1993) “*The Fiscal Abuse of The Central Banks*”, em que o autor resalta as características peculiares do balanço de um BC. Segundo esta metodologia, obtém-se o resultado esperado para determinado ano ao calcularmos o resultado líquido entre os retornos esperados entre ativo e passivo do balanço no final do ano anterior. Compara-se, pois, o resultado esperado com o verificado de fato no exercício aquele ano: qualquer diferença seria decorrência direta das atividades do BC. Assim, nosso objetivo principal seria encontrar os custos de condução da política monetária e das atividades *quasi*-fiscais incorridos pelo BC em cada período.

Na segunda parte do capítulo, serão avaliados como o resultado do BC é alterado por mudança em algumas variáveis macroeconômicas e a exposição do balanço a empréstimos ao SF, um típico exemplo de atividade *quasi*-fiscal do BC ressaltado no artigo de Fry supracitado. Se considerarmos que o BC apresenta restrições orçamentárias para implementação de seus objetivos (e essas restrições se dariam sobre seu resultado no período), entender as fontes de possíveis perdas

⁵ Goldfajn, Hennings & Mori (2003)

significativas para o BC, poderia indicar eventuais restrições para a condução da política monetária.

1.1.1- Fry: teoria do Balanço do BC

Em qualquer banco, o resultado do período reverte-se de alguma maneira para os acionistas do mesmo, seja pelo pagamento de dividendos, seja pelo aumento de seu patrimônio líquido. Quando tratamos de Bancos Centrais, o raciocínio é análogo. É necessário, para que o Banco Central tenha liberdade para cumprir seus objetivos, sejam eles os de estabilidade de preços, manutenção de um Sistema Financeiro robusto ou qualquer outro, que o BC possa recorrer ao Tesouro para que cubra seus resultados negativos ou se aproprie de seus positivos.

Porém, existem, como ressalta Fry, características bastante peculiares, no passivo do Banco Central, referentes a reservas bancárias e meio circulante, que fazem com que, em balanços teóricos mais simples, haja expectativas de ganhos no resultado do Banco Central. As contas do ativo renderiam juros, enquanto a parte do passivo que compõe a base monetária não, gerando, pois, uma expectativa de resultados positivos para o período seguinte.

Vejamos um exemplo simples, mas ilustrativo, de como o método funciona. Suponha uma economia em que o BC tenha em seus ativos, em percentuais do PIB, reservas internacionais em um total de 5, títulos do Tesouro no montante de 9 e empréstimos ao setor bancário da ordem de 6. Seu passivo seria composto por papel moeda e depósitos compulsórios (base monetária) de valor 10 e títulos colocados no mercado também no valor de 10, vide razonete a seguir:

Ativo		Passivo	
Reservas Internacionais	5	Base Monetária	10
Títulos do Tesouro	9	Títulos colocados pelo BC	10
Empréstimos aos Bancos	6		

Fazem-se ainda as hipóteses de que, nessa economia, não há movimentos no câmbio, a inflação é zero, de que a paridade das taxas de juros se dê sem a presença de prêmio de risco e o custo de manutenção do estoque de moeda é desprezível. Assume-se ainda que a taxa de juros interna é igual a 5% ao ano.

O patrimônio contábil do BC no caso apresentado é zero. Porém, observando que a base monetária não é remunerada⁶, o que é comum na maioria dos países, podemos facilmente perceber que os ativos do BC renderiam anualmente 1% do PIB, enquanto seu passivo se valorizaria apenas 0.5% do PIB ao ano. Enfim, neste caso simples o BC apresentaria um resultado esperado de 0.5% do PIB anualmente. Em uma economia inflacionária, esses resultados positivos esperados seriam ainda maiores, uma vez que é a taxa de juros nominal que corrói o valor do passivo do banco.⁷ Conseqüentemente, desvios desse resultado representariam os custos efetuados na perseguição de seus objetivos monetários ou oriundos de suas atividades fiscais.

1.1.2- Os balanços do BC brasileiro pós Plano Real:

O exercício aqui realizado se compõe em verificar o quanto no Brasil pós-Plano Real eram essas expectativas de resultado positivo, do caso mais simples do livro texto até a incorporação de elementos singulares presentes no balanço do BC brasileiro. Dessa forma, o objetivo é entender o custo das atividades monetárias (manutenção de baixas taxas de inflação) e fiscais do Banco Central (empréstimos a instituições financeiras) e apontar como a especificidade do balanço deste BC pode alterar o resultado esperado usualmente.

a) Caso do livro-texto:

No texto do Fry, é proposto verificar, no balancete do banco central, os lucros esperados, calculando os juros pagos sobre o líquido entre o ativo e o

⁶ No Brasil, parte das reservas bancárias apresenta alguma remuneração. Essa especificidade é levada em conta em nossos resultados posteriores.

passivo. Como parte do passivo não paga juros (meio circulante e reservas), é de se esperar que haja lucro positivo nos exercícios do Banco Central.

Seguindo essa metodologia, agregamos as subcontas semelhantes em dois grandes grupos e, dessa maneira, encontramos o diferencial de rendimento entre as duas contas principais.

As complicações introduzidas nesta subseção são, além da presença de inflação, a possibilidade de diferenças expressivas entre as taxas de juros interna e externa, movimentos cambiais e cálculo detalhado do rendimento da base monetária, seguindo o caso brasileiro, onde as reservas apresentam diferentes graus de indexação. Assim, simplificamos o balanço do BC em três classes de ativos de rendimento homogêneos: os externos, indexados a variação cambial acrescido da taxa de juros americana de 1 ano; os internos, cujos rendimentos respondem a taxa Selic e, finalmente, a base monetária, esta última presente apenas no passivo do BC.

Como serão consideradas aqui variáveis reais, toma-se a Selic vigente no ano imediatamente posterior ao ano de referência do balanço e desconta-se a taxa de inflação *ex post* pelo IPCA. Em relação às reservas internacionais, estas foram remuneradas pela taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de 1 ano.

Quanto à variação esperada do câmbio, optou-se por calcular o resultado com três diferentes expectativas de depreciação cambial. A primeira utiliza a hipótese do câmbio como “passeio aleatório”, ou seja, a expectativa do câmbio é a taxa vigente. A segunda metodologia toma como hipótese a paridade de poder de compra. Há uma extensa literatura reportando a convergência da taxa de câmbio segundo a PPP⁸, entretanto para economias emergentes e de inflação baixa, não existe evidência tão clara de que a PPP vigora. Como terceira metodologia, consideramos a previsão perfeita da taxa de câmbio, com os agentes esperando o movimento cambial ocorrido de fato. A principal crítica a essa terceira metodologia é a de que as operações realizadas pelo BC ao longo do ano, que determinam seu resultado, muitas vezes são implementadas para alteração da trajetória da taxa do câmbio. Dessa maneira, se houvesse a manutenção dos ativos da instituição, a previsão perfeita seria a de uma variação cambial esperada

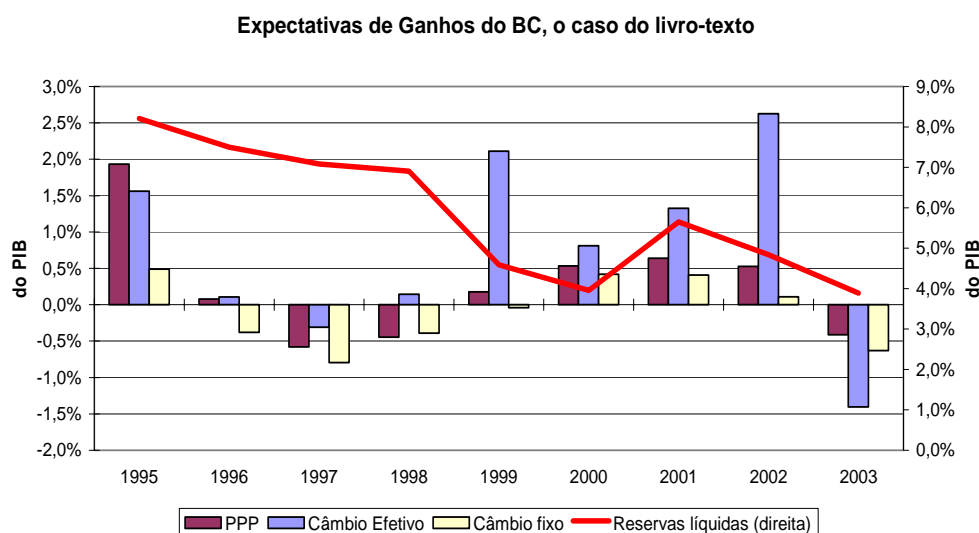
⁷ Numa economia inflacionária a demanda por moeda e, dessa forma a base monetária, tem seu valor diminuído se comparada a uma estável. Fry discute com maior detalhe a questão.

⁸ Para um resumo da teoria Rogoff (1996) e para evidências mais recentes, Rey et al (2005).

diferente da verificada. Para cuidar dessa crítica, a literatura reporta a influência limitada da autoridade monetária sobre o câmbio de curto prazo e, por isso, poderíamos desconsiderar esta endogeneidade, quando tratamos do período de 1 ano.

Vejam, dessa forma, o resultado:

Gráfico 1



Algumas características no balanço do BC brasileiro fazem com que tenhamos um resultado bastante diverso do caso do artigo do Fry, mesmo quando consideramos apenas os elementos mais simples de seu balanço.

Tratando primeiramente do caso do câmbio fixo, o grande volume de ativos externos fazia com que a quantidade líquida de ativos internos que renderia a taxa de juros real vigente internamente fosse negativa, mesmo descontando os elementos da base monetária que não rendiam juros algum, tornando o resultado esperado do período negativo. O fenômeno já é aparente em 1995 quando o retorno esperado sobre os ativos externos é por volta de 0,66% do PIB e internamente espera-se um resultado de -0,17% do PIB (câmbio fixo). Esse descompasso só desaparece quando as reservas líquidas em proporção do PIB começam a cair a partir de 1996 e pela redução do diferencial da taxa de juros interna em relação a internacional. Resultados expressivamente positivos são vistos quando se diminuiu o diferencial de juros em relação ao internacional (ano

de 2000). Resultados esperados negativos voltam a ocorrer em 2003, devido majoritariamente ao avanço das taxas de juros reais e a apreciação cambial.

Quando consideramos que o movimento do câmbio se dará de acordo com o diferencial de inflação doméstica e a internacional, temos em geral uma menor diferença entre as taxas de juros interna e a remuneração dos ativos externos. No caso extremo de 1995, o diferencial de inflação é quase 20%, gerando a alta expectativa de resultados positivos. Dessa forma, diminuem-se com esse cálculo as expectativas de perda (revertendo-se inclusive o resultado nos períodos de 1996 e 1999), mas ainda são não usuais segundo Fry as perdas esperadas de 1997, 1999 e 2003, sendo estas explicadas como no parágrafo anterior.

Ao considerarmos o caso do câmbio efetivo, temos mais uma vez a tendência de diminuição do diferencial das taxas de juros. No período de câmbio fixo, até 1998, a interpretação dessa metodologia é bem parecida com o caso da PPP. Entretanto, para alguns anos de câmbio flutuante com grande depreciação cambial (em torno de 50% em 1999 e 2002), observamos retornos notavelmente altos sobre reservas internacionais mais que compensando o diferencial de juros. Note que neste caso mais simples, desconsideramos a venda de títulos cambiais pelo BCB.

b) Cálculo mais detalhado:

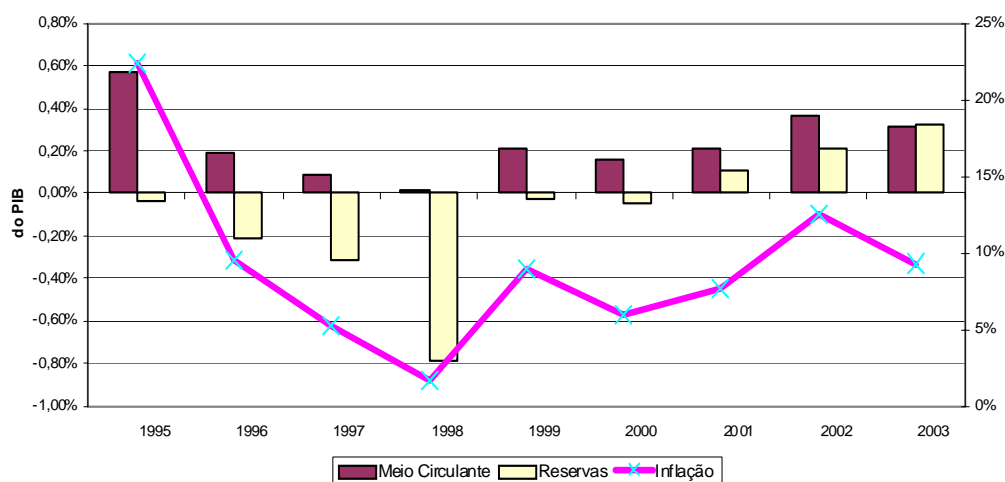
No caso brasileiro, entretanto, não é verossímil o agrupamento simplificado das contas do balanço feitas na passagem anterior. Será feito, pois, nessa subseção, o cálculo do retorno dos diferentes títulos que compõem o balanço, segundo sua remuneração de mercado.

Um exemplo de como o caso brasileiro é diferente do livro-texto são os resultados reais em proporção do PIB, oriundos da base monetária na presença de inflação no período. Parte das reservas bancárias tem remuneração pela taxa de juros da economia. Assim, no caso brasileiro, ao contrário do que supunha Fry, a baixa remuneração da base monetária presente no passivo pode gerar prejuízos em termos reais em presença de inflação devido às altas taxas de juros que

remuneraram em parte as reservas bancárias. Note que os resultados positivos nessa parte do passivo dependem fortemente do nível da inflação.

Gráfico 2

Rendimento de Meio circulante e Reservas bancárias

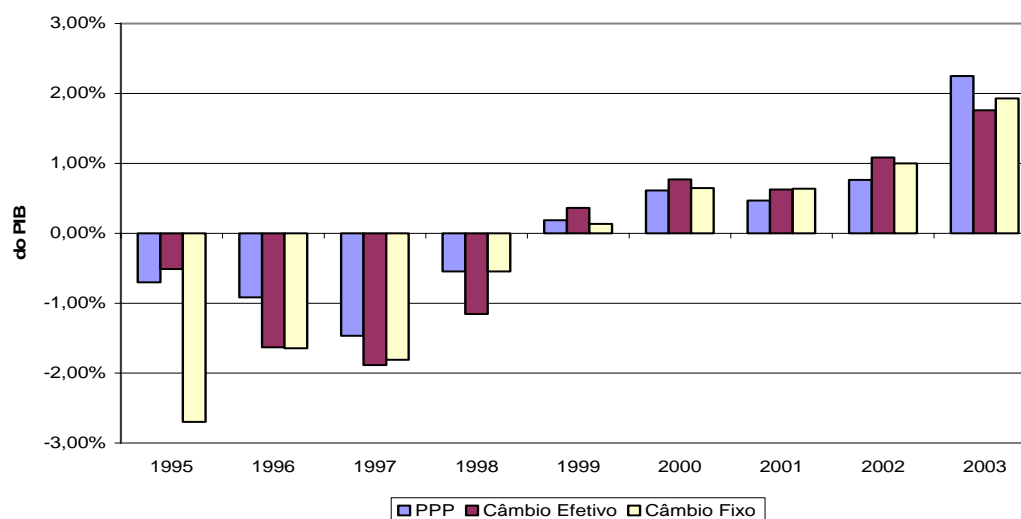


Na análise detalhada das contas, algumas simplificações continuaram necessárias, devido à falta de dados. Quanto à composição das reservas internacionais, só estavam disponíveis dados sobre indexação a diferentes moedas para o ano de 2002. Para os demais anos utilizou-se o peso de 2002 e o cálculo considerando somente a moeda norte-americana. A dinâmica do resultado esperado permaneceu semelhante nos dois casos. Apresentaremos os resultados com as mesmas possibilidades de expectativa de variação cambial explorados na seção anterior.

Em relação aos diferentes títulos da carteira do BC, cabem algumas ressalvas. Os títulos pré-fixados foram capitalizados pela Selic e, no que se refere aos títulos cambiais, adotamos o cupom cambial de 1 ano como a taxa de remuneração.⁹ Algumas contas como débito da instituição junto à Centrus, o fundo de previdência dos funcionários do BC, e outros de difícil precificação foram retirados da análise. Vejamos os resultados:

Gráfico 3

Resultado Esperado, Cálculo Detalhado

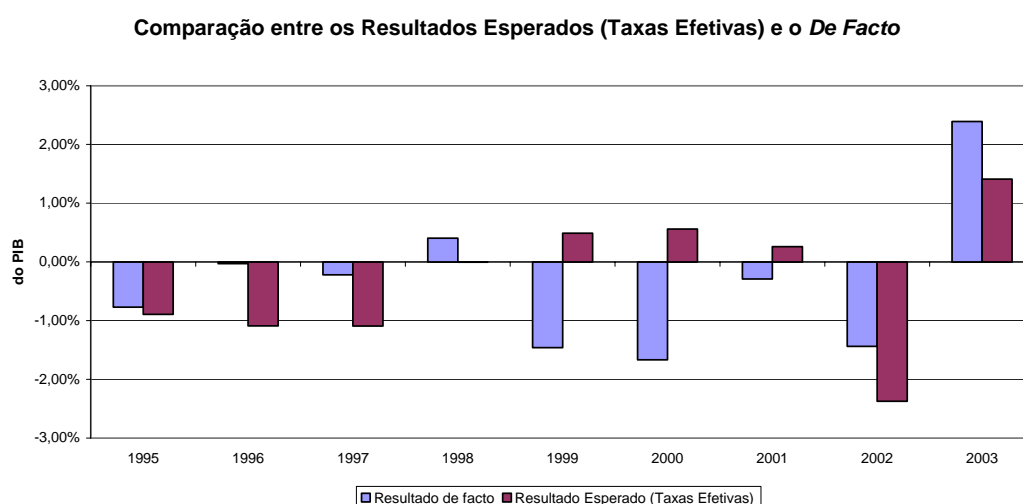


Ocorre aqui o mesmo fenômeno descrito no caso mais simples do livro texto. Porém, quando passamos a considerar detalhadamente as peculiaridades do balanço do BC, ou seja, analisamos os descasamentos cambiais e de outros indexadores, temos maior variação nos resultados esperados que no exercício da subseção anterior. Note que o resultado apresenta dinâmica semelhante quando utilizamos a variação efetiva do câmbio. Quando incorporamos nos cálculos, a utilização de títulos cambiais para condução da política monetária, os movimentos díspares dos resultados esperados, ao considerarmos o câmbio efetivo, são bastante reduzidos.

Para a comparação do lucro esperado com o resultado *de facto*, utilizamos o resultado contábil do exercício do ano seguinte (demonstração contábil), com o cálculo do resultado esperado sobre previsão perfeita, ou seja, utilizando todas as taxas vigentes no ano. A idéia é deixar nosso cálculo esperado sujeito à mesma trajetória de remuneração que a experimentada pelo BC no decorrer do ano. A endogeneidade entre o resultado e as taxas de remuneração de seus ativos será desconsiderada. Como ressaltado no exemplo anterior, espera-se, que a falta de remuneração de parte do passivo do BC, o levasse a resultados esperados positivos. Contudo, observamos que tanto o resultado esperado quanto o verificado de fato foram negativos em vários períodos.

⁹ Remuneração dos títulos segundo descrição do apêndice de Garcia & Bevilaqua (2002).

Gráfico 4



Entretanto, existem grandes disparidades entre o resultado esperado e o verificado na prática. A explicação para este fato é a de que as operações do BC durante o ano na condução da política monetária e na execução de suas atividades *quasi*-fiscais fariam com que o resultado se afastasse do esperado. Além disso, mudanças nos critérios contábeis em 2000, com maior transparência e detalhamento na precificação a mercado dos empréstimos, transferiram perdas anteriores para os três últimos anos analisados, especialmente 2000.

Se considerarmos que as operações referentes de política monetária apresentam-se como um choque de média zero sobre o resultado, então a diferença entre as séries acima seria uma *proxy* dos custos das atividades *quasi*-fiscais do BCB.

1.2 Análise de Sensibilidade do Resultado do BC

Ao considerarmos o Banco Central como um órgão do governo que dispõe de recursos limitados do Tesouro Nacional, mesmo que não explícitos como em outros órgãos, para o cumprimento de suas tarefas, torna-se relevante o entendimento dos fatores que podem gerar resultados negativos relevantes para a instituição. Explorar os fatores é entender o que pode se tornar restritivo para a condução de política monetária, principalmente em períodos de crise.

Desconsideramos o papel do BC na escolha da composição ótima da dívida pública do governo federal. Apesar de acreditar que a instituição desempenha papel importante nessa função, focaremos apenas na sensibilidade das variáveis sobre o resultado do Banco Central.

Nessa seção, será analisada a sensibilidade do balanço do BCB a fatores que acreditamos relevantes, como créditos ao sistema financeiro nacional, variação cambial e variação na taxas de juros praticadas internamente.

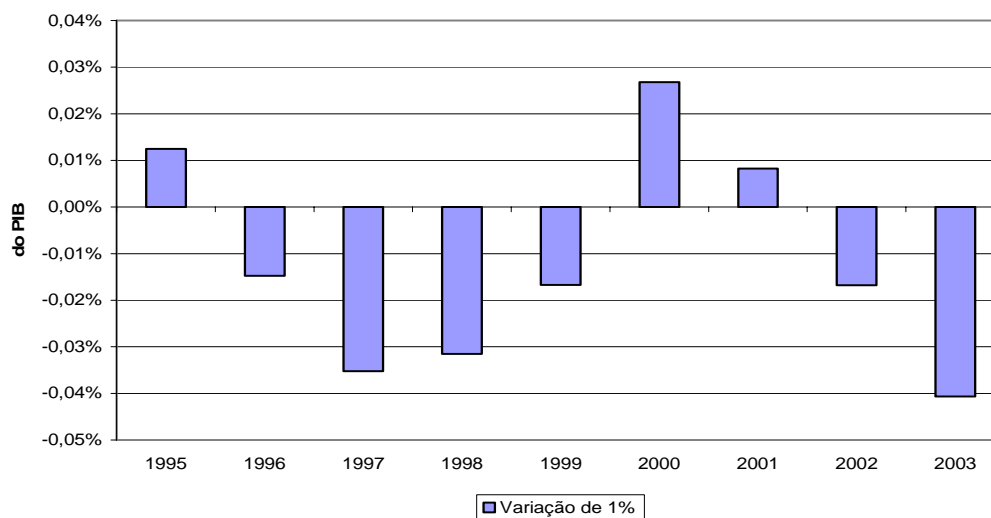
1.2.1 Exposição a Variações nas taxas de juros

Os juros básicos da economia remuneram a maior parte dos títulos que compõem a dívida pública brasileira. Dessa maneira, impactam fortemente os custos da dívida pública. Entretanto, segundo o que foi apresentado anteriormente sobre o balanço do BC, e acreditando que o choque de juros altera também a diferença entre as taxas domésticas e internacionais, o efeito de um choque deste tipo sobre o resultado do BC dependerá do tamanho dos ativos líquidos externos e do tamanho da base monetária não indexada às taxas de juros.

Nesta seção, retomam-se as hipóteses simplificadoras do caso do livro texto discutido acima, devido a dificuldades em quantificar os efeitos dos choques de juros nos títulos pré-fixados e nos indexados a moeda estrangeira. Assim, veríamos aqui o ganho de se ter uma parte do passivo, a base monetária, não remunerada pela taxa de juros reais da economia, dado um nível de reservas e desconsiderando outros descasamentos de rendimento entre ativo e passivo e os efeitos de um choque de juros sobre o câmbio. Consideramos que as flutuações do cupom cambial acompanhavam as da taxa básica de juros da economia.

Gráfico 5

Sensibilidade a aumentos de juros



A explicação dos resultados dessa seção é a mesma do gráfico 1 com relação aos efeitos de um grande ativo externo líquido e, conseqüentemente, ativo interno líquido negativo, já que o choque de juros aumenta o diferencial de juros.

Note que o gráfico acima apresenta comportamento semelhante ao gráfico 1 (câmbio fixo). Observa-se, contudo, valores bem menores para possíveis perdas ou ganhos. A trajetória declinante das taxas de juros faz com que um choque de 1% represente um aumento relativamente menor nos períodos iniciais. Dessa forma, os efeitos sobre o resultado não são muito expressivos, evidenciando que o balanço do BC estava bem protegido contra movimentos dos juros.

Uma observação relevante é a de que estamos desconsiderando aqui os efeitos de movimentos das taxas de juros sobre a provisão de perda sobre os empréstimos aos bancos. Não existem dados sobre essa sensibilidade. Uma tentativa de dar conta desse problema e explicitar esses riscos enfrentados pelo BC é realizada na subseção 1.2.3.

1.2.2 Exposição a Variações Cambiais

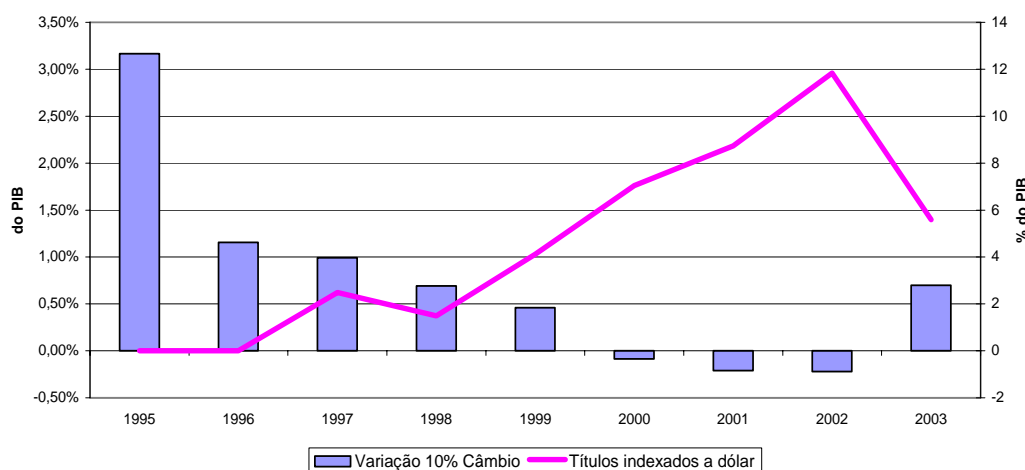
Quando se observa a série recente de câmbio para a moeda brasileira, especula-se que a enorme oscilação da mesma no período poderia causar grandes efeitos no resultado do BC, em caso de descasamentos cambiais em seu balanço. Sabe-se ainda que o Tesouro Nacional, via BC, era um grande provedor de *hedge*

cambial para o mercado financeiro interno no período de câmbio flutuante, o que só reforçaria a expectativa de que o resultado do BC seria bastante afetado por movimentos no câmbio. Dessa maneira, uma análise simplória de que, tendo o BC em seu ativo as reservas internacionais do país, uma depreciação cambial resultaria em expectativas positivas sobre o resultado esperado da instituição não se aplica trivialmente para o caso brasileiro, já que parte dos títulos utilizados para a condução da política monetária estava atrelada à variação cambial.

Cabe ainda ressaltar a mudança do regime cambial de um *crawling peg* bastante controlado para um regime de câmbio flutuante. A transição e a crise de confiança ocorrida no período gerou profundas mudanças nas quantidades de reservas e no volume de títulos colocados no mercado pelo BC indexados ao câmbio. O gráfico 6 corresponde a mudanças no resultado do banco central caso houvesse uma depreciação de 10% no câmbio. No eixo da direita está, em percentuais do PIB, a quantidade de títulos no mercado indexados ao câmbio.

Gráfico 6

Exposição Cambial



O resultado apresentado para esta variação hipotética do câmbio é explicado pelo volume de reservas líquidas cadente durante maior parte do período (vide gráfico 1) juntamente com a maior utilização de títulos cambiais pelo BC na condução da política monetária. Há de se salientar também que o BC mantém em carteira títulos do Tesouro Nacional indexados a moeda estrangeira.

Analisando o gráfico anterior, vemos que no final do regime de *crawling peg* e durante o período de câmbio flutuante aprofundou-se o uso de títulos

cambiais na condução da política monetária, mais que compensando, em alguns anos, os ganhos obtidos com reservas externas e os títulos do Tesouro Nacional no ativo indexados ao câmbio. Vê-se também que ao final de 1998, mesmo com toda perda de reservas frente à crise de confiança, não se esperava que a desvalorização cambial causasse prejuízos no resultado do BC. Quanto a 2003, o resultado positivo viria de uma quantidade maior de títulos do Tesouro na carteira do BC que nos anos anteriores.

Assim, vemos que apesar das ressalvas no primeiro parágrafo, o BC, durante os primeiros anos do Plano Real, apresentava uma parcela muito maior de ativos em moeda estrangeira do que de passivos. Com a passagem para o câmbio flutuante a crescente utilização de títulos indexados ao dólar em operações de mercado aberto e a diminuição das reservas levaram a uma menor exposição cambial da instituição. Assim, não se vê motivo para inferir que movimentos cambiais de 10% causariam resultados negativos relevantes para o BC, descaracterizando esse canal do câmbio como um condicionante para política monetária. Mais adiante, ao considerarmos a volatilidade histórica do câmbio no período flutuante esses impactos tornam-se mais significativos.

Restringimo-nos ao resultado do BC, desconsiderando importantes implicações dos movimentos da taxa de juros e do câmbio, como impactos sobre a trajetória da dívida pública e inflação.

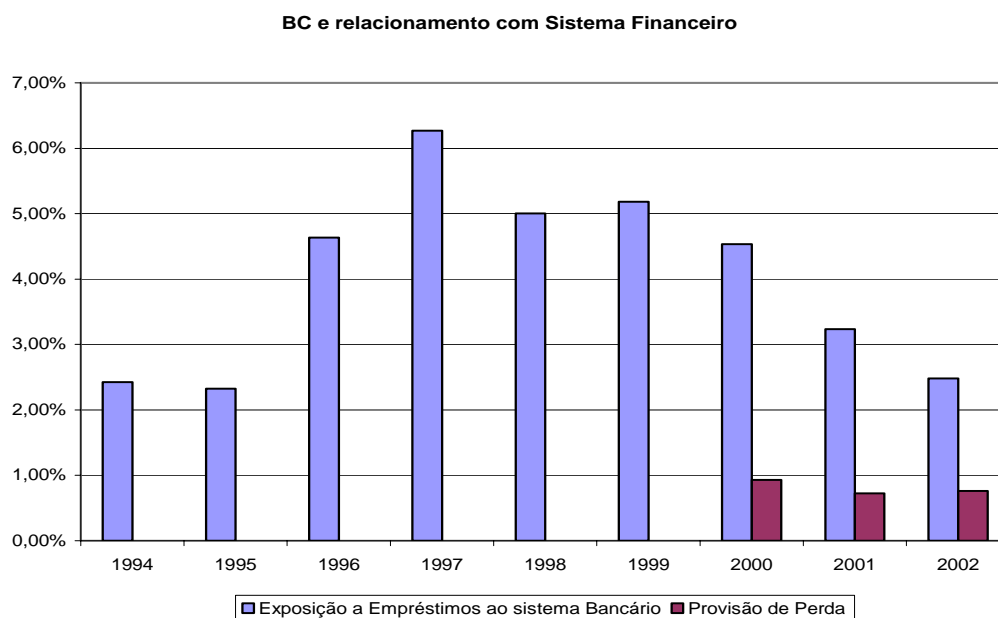
1.2.3 Exposição a empréstimos ao Sistema Financeiro

Após a implementação do Plano Real, o SF brasileiro estava despreparado para a nova conjuntura de estabilidade de preços. Bancos públicos e privados foram inaptos a sobreviverem sem as usuais receitas do *floating* inflacionário. A fragilidade do SF ocasionou a necessidade de inúmeras intervenções e implementação de programas de saneamento como o PROER, PROEF e PROES.

Os programas de saneamento foram implementados pelo BCB, um exemplo de suas atividades *quasi*-fiscais. Nesta subseção, mais que uma análise de sensibilidades a variações de empréstimos ao SF, será explicitada a exposição

da instituição a esses empréstimos e sua provisão de perda para os períodos disponíveis.¹⁰

Gráfico 7



Vemos claramente, ao longo do período, a grande exposição do Banco Central a esse ativo, chegando ao pico superior de 6% do PIB. Note que a provisão de perda ultrapassa nos três anos disponíveis 20% do total dos empréstimos, chegando próximo a 1% do PIB.

Apenas uma parcela pequena desse montante deve-se a empréstimos de liquidez a instituições financeiras, sendo a maior parte oriunda de programas de saneamento e liquidações. (empréstimos de liquidez representavam por volta 8.5% do montante total em 2001).

A alta provisão de perda desses empréstimos indica quão onerosa tem sido esta atividade. Esses empréstimos realizados pelo BC podem representar problemas na execução de seus objetivos de diferentes formas. Primeiramente, se as perdas originadas nestes empréstimos superarem o esperado podem comprometer o resultado e reduzir a liberdade de implementação de outras atividades referentes a seus principais objetivos como o cumprimento da meta de inflação. Segundo, se pensarmos que o BC se importa com o resultado do

¹⁰ Até o ano de 2000, o BC não divulgava, em seu balanço, provisão de perda para esses

exercício, um aperto da política monetária poderia reduzir as chances de recebimento desses empréstimos. Assim, estes podem ser levados em consideração na fixação das taxas de juros. Ou ainda grandes perdas podem gerar dificuldades advindas da perda de credibilidade ou problemas de *moral hazard* nas instituições presentes no sistema financeiro. Caso elas acreditassem que o governo federal absorveria maiores prejuízos, existiria um limite inferior para suas perdas, fazendo com que os bancos tomem decisões de investimento mais arriscadas.

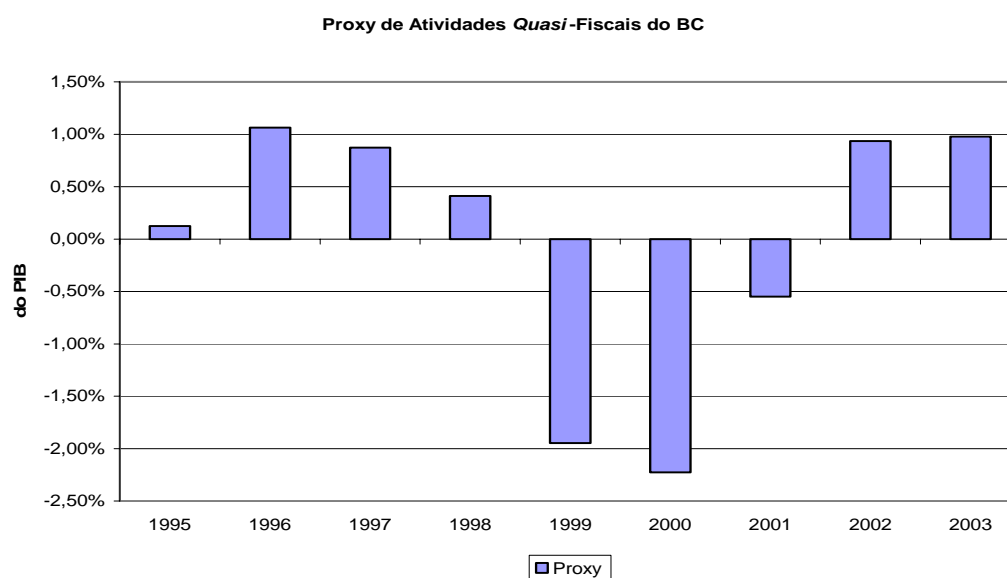
Porém, mais que os problemas diretos causados por esta atividade *quasi-fiscal* do BC, deve-se especular o que levaria a este tipo de ação intensa da autoridade monetária para o saneamento do SF, incorrendo nos riscos do parágrafo anterior. Naturalmente, esse custo sanearia o SF e reduziria os riscos de crises bancárias. Levanta-se a possibilidade de que, ao evitar crises bancárias, o BC estaria preservando sua discricionariedade na execução da política monetária, além de proteger os usuários do SF e evitar impactos negativos sobre a atividade econômica.

1.3 Conclusões

Observamos que, no período do Plano Real, características bastante peculiares do BC brasileiro fazem com que seus resultados esperados sejam bastante díspares do que se espera encontrar num BC típico (como em países desenvolvidos). Para o caso brasileiro, o BC apresenta por vezes resultados esperados negativos, originados da discrepância entre a remuneração das reservas e seu passivo líquido interno. O prêmio de risco da taxa de juros deve tornar esse fato recorrente em países emergentes com níveis significativos de reservas.

Ao compararmos o resultado esperado com o da demonstração contábil do BCB, temos uma estimativa para os custos e as receitas de suas atividades quase-fiscais, apesar do ruído dos custos da condução da política monetária. O gráfico a seguir mostrar que os montantes chegavam a 2% do PIB.

Gráfico 8



A introdução da Lei de Responsabilidade Fiscal no Brasil tornou obrigatória a divulgação dos resultados do BC ao Congresso duas vezes por ano. A maior frequência de exposição das atividades do BC impõe a seus dirigentes maiores constrangimentos à implementação de atividades outras das referentes à condução da política monetária e à exposição a riscos que possam gerar perdas excessivas ao governo federal.

Ainda no intuito de dar as contas da instituição maior transparência, houve modificações dos critérios contábeis de 2000. Ao provisionar as perdas dos empréstimos e dar maior visibilidade a suas operações, o BC aumenta o controle da sociedade sobre seus custos. Essa modificação transferiu parte das perdas anteriores para o ano de 2000, afetando nossa *proxy* de custos *quasi*-fiscais.

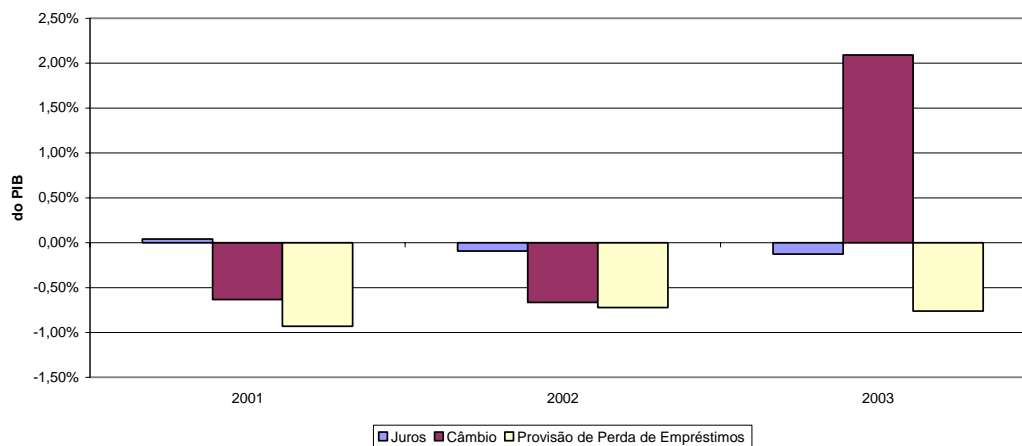
Nota-se também, ao analisarmos os fatores que possam influenciar seu resultado em determinado exercício, que uma apreciação cambial prejudicava o resultado, quando o nível de reservas fosse alto e o fornecimento de *hedge* cambial baixo, como nos primeiros anos analisados. Posteriormente, com o maior lançamento dos títulos, esse efeito se dissipou, de maneira que se chegou perto de um equilíbrio quanto à exposição cambial.

Finalmente, a grande exposição da instituição a empréstimos ao sistema bancário e o alto índice de provisão de perda indicavam grande preocupação do governo com o bom funcionamento do SF. É observada evidência dessa grande exposição ao comparamos a provisão de perda desses empréstimos com os efeitos sobre o resultado dos movimentos de taxa de juros e câmbio. O gráfico a seguir é

feito com aumento de taxa de juros e depreciação cambial de um desvio-padrão dessas séries após a adoção do câmbio flutuante e do regime de metas para inflação.

Gráfico 9

Comparação da Exposição do BC



A estimativa de perda *ex ante* dos empréstimos ao SF é consideravelmente maior que a perda *ex ante* com a movimentação das taxas de juros e é próxima da perda oriunda da depreciação cambial. Considerando que o desvio-padrão de câmbio do período é em torno de 30% e que os choques que geraram essa notável volatilidade de câmbio não são usuais, vemos como tem sido onerosa a atividade de saneamento do SF.

A escolha de enfrentar esses altos custos pela autoridade monetária faz necessária uma investigação de como a conjuntura do mercado bancário no período poderia gerar implicações sobre a política monetária. Este será o tema do próximo capítulo.

Apesar dos nítidos avanços no controle da sociedade sobre as atividades do BCB, há ainda espaço para evolução neste aspecto. Um exemplo da possibilidade de melhora está na lei complementar ao artigo 192 da Constituição Federal Brasileira ainda a ser aprovada pelo legislativo. A futura lei complementar que regulará o SF brasileiro e balizará atuação do BC poderia tratar dos limites de exposição ao risco da instituição. Com exceção do descasamento a movimentos de taxas de juros, que observamos não representou um risco e é o instrumento da autoridade monetária, grandes descasamentos cambiais ou empréstimos poderiam estar sujeitos à aprovação de órgãos externos como o Conselho Monetário Nacional. Esse compartilhamento de responsabilidades dificultaria perdas não

antecipadas pelo governo federal e deixariam as operações do BC menos expostas a críticas.