

Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais¹

Charles E. Goodhart

Introdução

Cada nova geração acredita que a extensão e a complexidade dos problemas que enfrenta não têm precedentes. Deve, por isso, superar desafios únicos para encontrar novas soluções. Mas, na realidade, muitas destas dificuldades são inerentes ao sistema e, tanto elas quanto as soluções propostas, *mutatis mutandi*, geralmente têm uma forma comum. Assim é com os problemas de estabilidade e de controle financeiro.

Muitos preocupam-se com o aumento da volatilidade dos mercados financeiros. Entretanto, mesmo a experiência do meu país, o Reino Unido, revela que a volatilidade desses mercados (de ações, de câmbio, de títulos e imobiliário) não foi particularmente marcante nos anos recentes; ao menos quando comparada aos severos distúrbios de 1929-33, 1971-75 ou 1979-82. Na verdade, o período que vai de 1971 (quando o Sistema Bretton Woods entrou em colapso) até 1982 (quando os países industrializados controlaram a inflação a expensas de taxas de juros reais elevadas e da decorrente crise da dívida dos países menos desenvolvidos) foi de quase contínua turbulência financeira, após o qual se restabeleceu um nível razoável de ordem e estabilidade.

No entanto, o período subsequente foi pontuado por movimentos ocasionais, mas extremados, de preços nos mercados financeiros. Entre estes destacaram-se: o *crash* da Bolsa de 19 de outubro de 1987; os eventos no mercado cambial de setembro de 1992 e julho-agosto de 1993, forçando membros do Sistema Monetário Europeu (SME) a abandonar suas bandas estreitas; a bolha e o colapso do setor imobiliário japonês e, ainda, a elevação e queda de preços nos mercados de títulos, em 1993-94. Exceto o ataque especulativo contra o SME, é difícil relacionar convincentemente estes movimentos de preços (especialmente o de outubro de 1987) aos *fundamentals*. Por isso, houve certa tendência de atrelar as causas de tais movimentos a dinâmicas desestabilizadoras inerentes aos próprios preços. Por exemplo, seguro de portfólios, em 1987; as posições de *hedge* no interior do SME em 1992 (discutiremos isto adiante); e a variedade de estratégias de *stop-loss* e de cobertura de riscos, em 1989-92 e no recente colapso do mercado de títulos.

(1) Artigo apresentado no Seminário “Os Desafios do Sistema Monetário Internacional”, São Paulo, ago. de 1994. Promoção FUNAG/CEBRAP. Traduzido do inglês por José Carlos Miranda.

Mas estratégias do tipo *stop-loss* são conhecidas e utilizadas há décadas, senão há séculos. A alavancagem - talvez com posições especulativas dos fundos de *hedge* - refletia, inicialmente, tomadas de empréstimos (freqüentemente à vista) pelos especuladores para o financiamento de acionistas em bases marginais. Não há novidade nas acusações e reclamações quanto à forma pela qual tais especuladores alavancados podem desestabilizar os mercados além do que encontramos nos anais do século XIX e início do XX (Sprague, 1910). Crises e manias financeiras como Kindleberger (1989) e outros documentaram são fenômenos bastante singulares e não existe nenhuma evidência de que sua virulência esteja aumentando. Ao contrário, dos quatro distúrbios mencionados anteriormente (outubro de 1987, SME, bolha imobiliária e o mercado de títulos, em 1993-94), somente a bolha e o colapso imobiliário deixaram marcas deletérias nas variáveis econômicas reais.

Uma das características dessas crises que, freqüentemente, surpreendeu os comentadores (mesmo sendo um oxímoro em um mundo racional eficiente) foi o grau de conexão internacional dos distúrbios financeiros. De certo modo esta característica apareceu durante as crises do SME que, uma vez iniciadas, reverberavam de país membro a país membro, a despeito de suas condições internas específicas. Se é bastante difícil explicar o *crash* do mercado de ações de 1987 ou as oscilações do mercado americano de títulos em 1993-94, talvez seja ainda mais difícil compreender como e porque estes movimentos de preços foram transmitidos a outros países; ou porque foram amortecidos em alguns casos e agravados em outros, como por exemplo, no Reino Unido, onde a variação percentual dos preços dos títulos nos meses recentes foi maior que nos próprios Estados Unidos.

Os mercados financeiros são internacionais enquanto a cobertura das notícias pela mídia e as primeiras informações da maioria das pessoas são locais e nacionais. Novamente, reaparece aqui a tendência a acreditar que esta globalização dos mercados financeiros é nova, um desenvolvimento dos tempos modernos. Em muitos aspectos, entretanto, estamos somente tentando retornar ao mercado global que existia antes de 1914. Pelo critério de Feldstein-Horioka (correlação entre investimento interno e coeficientes de poupança), os fluxos de capital e os déficits/superávits correntes a eles associados eram mais elevados, como percentagem do PIB, antes de 1914 que agora, para os maiores países do mundo. A migração fácil de pessoas, particularmente do antigo para o novo mundo, atingiu, até 1914, níveis jamais verificados posteriormente. Inversamente, as transferências internacionais de capital tiveram restaurada sua posição pré-1914 somente com a remoção dos controles cambiais. A diferença é que, até 1914, os sistemas financeiros estavam conectados pelo padrão ouro e, atualmente, por taxas de câmbio flutuantes. Como Morgenstern (1959) e outros autores documentaram, o padrão ouro condicionava as taxas de juros nacionais de curto

prazo a uma interdependência muito maior que agora. À época, a maior inovação técnica interligando os mercados financeiros internacionais era o telégrafo (transoceânico). Quando ocorriam, os distúrbios e crises financeiras de um país - como, por exemplo, na Argentina, em 1890, na Austrália, em 1893 e em Nova Iorque, em 1907 - eram rapidamente transmitidos ao resto do mundo, freqüentemente por meio de Londres.

Pode ser questionável considerar um fato específico e retrógrado, o insulamento das diferentes economias nacionais por barreiras à mobilidade de produtos e de capitais, como entre 1914 e os anos 1960. Mas, se assim foi, o retorno a mercados financeiros globalizados é parte de uma tendência em curso e desejável.

Outra tendência corrente, detectável pelas mudanças estruturais contínuas das instituições e mercados financeiros, é a expansão dos produtos derivativos. Esta ocorre tanto nos mercados organizados de troca como nas operações de balcão. Evidencia-se em termos absolutos e relativos quando comparada a dos mercados à vista subjacentes. E constitui a característica mais observável e temível do presente desenvolvimento dos mercados financeiros. Possivelmente, uma mudança estrutural tão importante tenha decorrido do aumento da concorrência (internacional), quebrando as barreiras artificiais entre mercados e instituições financeiras, tanto intra quanto entre países. Em parte, tais barreiras eram determinadas, ou no mínimo facilitadas, pela regulação e supervisão financeira das autoridades nacionais no âmbito de seus países. Mas tais barreiras e as distinções entre mercados e instituições erodiram-se e tornaram-se imprecisas, colocando desafios às autoridades de difícil enfrentamento, principalmente no campo do controle regulatório. Discutiremos esta questão na seção 3.

Não obstante, este tipo de problema não é, também, novo. Na primeira metade do século XIX, o dinheiro tinha, predominantemente, a forma metálica ou de notas bancárias conversíveis em moedas (metálicas). O controle do sistema monetário-financeiro era visto - inclusive por muitos dos melhores economistas da época, como Ricardo - como sinônimo de administração da emissão de moedas bancárias (*Currency School*). Mas, tão logo tal concepção foi implementada por intermédio da centralização da emissão de moeda no Banco da Inglaterra (*Peel's Act* de 1844), a natureza dos bancos transformou-se a partir da expansão de filiais dos bancos comerciais de fundo acionário, assim como a da própria moeda. Não enfrentamos atualmente uma transformação estrutural tão ampla de nossos conceitos e sistema institucional como a ocorrida no século XIX. Entretanto, é bem possível que tal mudança venha ainda ocorrer. Por exemplo, não há nenhuma razão intrínseca para que os passivos transferidos na compensação de pagamentos, isto é, moeda, devam se restringir aos dos bancos ou ter valores nominais fixos. Em muitos aspectos, os fundos mútuos representariam uma base mais sólida que os bancos para o sistema monetário (Goodhart, 1993). Não ficaria surpreso se,

pelo ano 2010, considerássemos as décadas de 80 e 90 como sendo de estabilidade geral e de poucas mudanças estruturais.

É bom lembrar que muitos dos problemas e distúrbios com que hoje nos defrontamos não são novos nem, segundo a maioria dos critérios objetivos, especialmente virulentos. Tenho sempre enfatizado três aspectos desses problemas. O primeiro é a ampliação da volatilidade dos mercados financeiros. O segundo, o aumento da internacionalização e dos elos globais entre tais mercados. E o terceiro, a quebra das barreiras, que resulta numa delimitação imprecisa entre mercados e intermediários financeiros intra e entre países. Tenho, também, sugerido que não há no momento, em relação às décadas passadas, uma razão especial para maiores preocupações acerca destes desenvolvimentos.

Há, entretanto, um aspecto do desenvolvimento em curso, relacionado ao crescimento dos novos mercados de derivativos, que pode causar maior preocupação. Isso ocorreria quando algumas dessas inovações reduzissem a transparência das posições de mercado. Neste caso, os riscos aumentariam devido à redução da capacidade de reguladores, e demais agentes de mercado, de interpretar os sinais e de controlar os riscos adequadamente, por exemplo.

Em seu nível mais simples, esta síndrome aparece como uma preocupação quanto ao entendimento, pelos altos executivos, do potencial que a capacidade de negociar nos mercados de derivativos representa em termos de avaliação e controle de riscos dentro de suas próprias instituições (por exemplo, Mr. Jett and Kidder Peabody). Os controles dos sistemas internos são apropriados? Num nível um pouco superior, a existência dos mercados de derivativos permite aos intermediários financeiros limitar riscos e/ou tomar posições especulativas não só de forma extremamente rápida mas, também, por meio de mecanismos bastante complexos. Contudo, tais engenharias financeiras aumentam crescentemente a rotação nos mercados financeiros, elevando o tamanho e a escala das compensações de pagamentos. No mercado de câmbio, por exemplo, há preocupação crescente com os perigos advindos de eventuais falhas em tais setores de avaliação de riscos. Isto é especialmente crítico onde não existe mercado centralizado e os procedimentos de intervenção ainda não estão (legalmente) assentados. Sob tais circunstâncias, a avaliação do risco de crédito pode tornar-se cada vez mais difícil. Isto, inevitavelmente, questiona a adequabilidade das formas tradicionais de regulação (bancária) baseadas em coeficientes arbitrários de capital. Ou, ainda, baseadas em coeficientes de ativos líquidos aplicados a determinadas categorias específicas de ativos (com compensação limitada) e supervisionados por meio dos balanços em algumas ocasiões pré-anunciadas e, em outras, ao acaso.

Meu próprio trabalho econométrico, a partir de dados do mercado de câmbio altamente representativos (Goodhart, 1989), fez-me acreditar que relativamente poucos dos movimentos de mercado eram respostas diretas à

publicação de "novidades" especificamente econômicas e que muitos deles constituíam respostas à interação de agentes de mercado. Uma transação de mercado é, em si mesma, tratada como significativa pelos que a observam, a menos que exista alguma razão para considerá-la como desprovida de informações relevantes ou sem implicações para o mercado como um todo.

Hayne Leland, um dos inventores do seguro de portfólios, gosta de distinguir o efeito que teve, em 19 de outubro de 1987, a venda de uns poucos bilhões de dólares pelas seguradoras, do efeito virtualmente nulo sobre os mercados de uma ampla venda de ações poucos meses mais tarde. A diferença é que o último episódio referia-se à nova emissão de ações da NTT no Japão, pré-anunciada e bem conhecida desde então. Desta forma, todos puderam tomar suas posições em resposta à proposta de venda pré-anunciada. Como já mencionado, movimentos mais intensos nos preços sempre geraram reações quase automáticas por meio de vendas do tipo *stop-loss* e de chamadas de margem de garantia. Mas, atualmente, parece ter ocorrido uma mudança qualitativa no volume de transações quase-automáticas decorrentes, por exemplo, de coberturas de opções e de recomposições e coberturas de portfólios. Estas transações são maiores em termos dos valores envolvidos e podem ser mais atingidas por eventos específicos do que no passado, como veremos em relação às bandas cambiais.

Mercados, especialmente os financeiros, operam melhor quando possuem informações suficientes. Uma das questões levantadas pelo crescimento dos mercados de derivativos é se estes gerarão certas informações-chave, como, em particular, as de vendas/compras que são quase automaticamente programadas para efetivar-se sob certas condições específicas de mercado. Estas deveriam ser mais amplamente conhecidas por todos os participantes do mercado mas, até hoje, os dados não são coletados e conferidos, nem estão disponíveis em publicações.

Com esta reflexão geral como fundo, poderemos agora voltar-nos para a análise dos efeitos das dinâmicas financeiras em curso sobre os problemas defrontados pelos formuladores de política de um banco central. Começarei examinando a política monetária doméstica, em que os problemas são, do meu ponto de vista, menos prementes; e concluirei com o problema da regulação pois, aqui, os desenvolvimentos estruturais em curso estão causando dificuldades fundamentais para os presentes métodos de regulação.

1. Política monetária

O principal instrumento de política monetária encontra-se na capacidade do banco central administrar o nível geral das taxas de juros de curto prazo. Ele faz isso por meio do controle efetivo (monopsônico) do volume de moeda de

curso legal, isto é, da base monetária (moeda e depósitos junto ao banco central) que pode administrar a curto prazo por meio de operações de *open-market*.

As principais restrições à operacionalização adequada da política monetária têm sido de cunho político. Tomam, freqüentemente, a forma de pressões políticas para manutenção das taxas de juros num patamar inferior ao que seria consistente em relação à estabilidade de preços. E, em outras ocasiões, de pressões para elevar a emissão de base monetária como forma de financiamento do déficit do setor público. Isto vem ocorrendo, freqüentemente, em muitas das Repúblicas que formavam a antiga União Soviética. Não há, é claro, nenhuma novidade quanto a isso. Na verdade, a voga atual de adotar em lei a independência do banco central - como requerido dos bancos centrais membros do Sistema Europeu de Bancos Centrais pelo Tratado de Maastricht - indica o desejo de evitar, no futuro, tais interferências políticas.

Mas se os bancos centrais que tiveram mandato estatutário para manter a estabilidade e, por isso, para administrar autônoma e efetivamente as taxas de juros, falharem em suas tarefas, alguns críticos poderiam ser levados a concluir que eles são congenitamente incapazes de garantir a estabilidade dos preços. Nesta circunstância hipotética poderia haver um incentivo ao *Free Banking*, sistema em que cada banco individualmente se responsabilizaria pela conversão de suas moedas e passivos em um ativo de valor real, como, por exemplo, uma cesta nocional de bens, um índice de rentabilidade, ou qualquer outro. Mas tal resultado, ainda que improvável, tem pouca relação com as dinâmicas financeiras privadas.

Algumas propostas futurísticas enfatizam que o desenvolvimento de uma sociedade que operasse sem papel-moeda (por exemplo, por meio de cartões inteligentes) reduziria ou, o que daria no mesmo, alteraria a demanda por moeda que o banco controla por meio de taxas de juros de curto prazo. Em tal contexto, a política do banco central ficaria comprometida. Tais receios são injustificados. Bancos e demais intermediários financeiros sempre preferirão aplicações em fundos "inquestionáveis" de seus bancos centrais a ampliar crédito para seus correlativos. Além disso, alternativas às moedas correntes normalmente requerem identificação eletrônica e, por esta razão, perdem o anonimato. Hoje, parte da demanda por moeda, em diversos países, está relacionada à atividades econômicas ilegais e obscuras. E tais atividades podem estar relacionadas ao PIB nominal de forma tão estável quanto aquelas que já se efetuam sem a intermediação de papel-moeda. Acredito ser verdade que, se o banco central não tivesse tido o monopólio da emissão de moeda, a competição entre bancos comerciais para emitir suas próprias notas resolveria o problema de pagamento de juros sobre tais títulos (fim da senhoriagem e de inúmeras facetas enigmáticas da economia monetária de uma única vez). Mesmo assim, o banco central poderia, ainda, controlar o nível geral das taxas de juros, fixando a taxa que pagaria sobre seus próprios passivos

(Goodhart, 1993). Mas isso nos distancia, novamente, do principal objetivo deste trabalho.

Voltando ao essencial, comecemos pela hipótese de que não haja uma séria ameaça à tradicional capacidade de qualquer banco central para administrar sua política monetária pelo controle das taxas de juros de curto prazo, advinda das dinâmicas financeiras privadas, nem de outra origem qualquer. Tais mudanças estruturais colocam, sim, problemas para a escolha da taxa de juros mais apropriada ao controle monetário; de monitoramento dos efeitos da política de juros e dos mecanismos de transmissão de tais efeitos à economia.²

O melhor exemplo é o colapso da estabilidade da maioria das funções de demanda por moeda, atribuído, geralmente, a inovações financeiras tais como o pagamento de taxas de juros de mercado a amplas categorias de depósitos à vista, o crescimento dos fundos mútuos, etc. As oscilações de M3 na Alemanha e a decisão do Bundesbank de diminuir as taxas nominais de juros segundo as expectativas de declínio da inflação e do PIB nominal, a despeito de elevações em M3, fornecem-nos um último exemplo. Em anos anteriores, como, por exemplo, de 1975 a 1982, pensava-se que metas para agregados monetários intermediários - dadas as ligações presumíveis destes com movimentos subseqüentes nas rendas nominais - proveriam os bancos centrais de informação suficiente a respeito de quando variar as taxas de juros e de como controlar o crescimento monetário.³ Desde então, os hábitos modificaram-se e os agregados monetários já não constituem uma base informativa tão relevante para os bancos centrais. São um entre vários indicadores para administração da política de juros. Esta mudança, em grande medida, decorre da imprevisibilidade da velocidade da moeda. Por exemplo, as taxas de crescimento dos empréstimos bancários e dos agregados monetários mais amplos colapsaram em vários países, entre 1990 e 1992, inclusive no Japão e no Reino Unido, sem suscitar nenhuma pressão conjunta por uma redução compensatória maior das taxas de juros adotadas. No Reino Unido, é claro, a condução da política monetária era restringida por sua condição de membro do Mecanismo Cambial Europeu e, subseqüentemente, pela necessidade de repensar sua política estratégica.

As mudanças estruturais não só afetaram a estabilidade das funções de demanda por moeda como, também, alteraram os mecanismos de transmissão pelos quais as taxas de juros afetam a economia. Por exemplo, restrições impostas

(2) Muitos acadêmicos, entre eles McCallum, argumentam que o banco central deveria determinar uma taxa de crescimento para a base monetária ao invés do nível da taxa de juros. Este é um argumento de longo prazo, que trato em inúmeros outros trabalhos, por exemplo, Goodhart (1994). Para a presente finalidade, minha tese é que, na prática, os bancos centrais têm, e continuarão a ter, controle rígido da taxa de juros e não da base monetária. Sendo assim, a discussão deveria ocorrer nestas bases práticas e realistas.

(3) Esta prática costumava enfurecer os economistas monetaristas que defendiam a superioridade do controle da base monetária enquanto técnica operacional. Como já discuti na nota 2, os bancos centrais nunca aceitavam os argumentos ou preconceitos monetaristas.

às taxas de juros de certos intermediários financeiros (e as limitações que lhes são associadas em termos de atividades permitidas) e a concorrência entre alguns segmentos de intermediários, significavam que aumentos das taxas de juros politicamente induzidos ocasionariam transferências (previsíveis) de fundos. E aqueles intermediários que perdiam financiamento racionavam, conseqüentemente, os empréstimos para seus tomadores. Pessoas físicas, especialmente quando se tratasse de tomadores de empréstimos hipotecários, e pequenas empresas seriam expelidas do mercado pela política monetária restritiva: as autoridades utilizar-se-iam, assim, das imperfeições dos mercados financeiros para reforçar seu controle.

Hoje este controle encontra-se enfraquecido pela debilidade de tais imperfeições devido à força da concorrência e da inovação estrutural. Agora, quando o banco central eleva o nível *geral* das taxas de juros de curto prazo, ele não pode estar seguro dos efeitos sobre certos diferenciais-chave entre taxas (como ele podia no passado, graças à rigidez imposta às taxas de depósitos correntes para bancos e para o sistema financeiro de habitação, por exemplo). Há menos efeitos quase-automáticos de racionamento. Para ter-se o mesmo impacto global, o efeito-preço das variações das taxas de juros deve ser maior.

É claro que o efeito-preço das taxas de juros depende de expectativas da variação relativa de outros preços, isto é, das taxas "reais" de juros. Não é o nível geral de preços de bens e serviços que preocupa os tomadores de empréstimo, mas os preços daqueles bens ou ativos que estão sendo adquiridos ou retidos como garantias de empréstimo. São relativamente poucos os empréstimos tomados para financiar consumo corrente. Ao contrário, a maioria dos empréstimos destina-se a financiar a compra de ativos, notavelmente bens reais, casas, escritórios, fazendas, etc. Por isso, tais tomadores preocupam-se com os preços dos ativos e não com um índice de preço de varejo. A taxa de inflação que é relevante para a determinação da taxa de juro real dos empréstimos dos bancos e companhias de financiamento imobiliário baseia-se nos ativos reais e não nos bens em geral.

Fosse ou não compatível com expectativas racionais, prevalecia a opinião, em muitos países no final dos anos 80, de que os preços das propriedades/imóveis cresceriam de modo consistentemente mais rápido que o índice de preço de varejo. Sendo assim, as taxas de juros reais, calculadas a partir desses índices, estariam superestimadas. O contrário ocorreu após a explosão da bolha, revelando taxas de juros reais subestimadas, como, por exemplo, no Japão. Isto nos conduz a questões complexas relativas às concepções de "estabilidade de preços". Que índice as autoridades devem objetivar estabilizar? Como - se for o caso - as autoridades devem reagir a elevações de preços de ativos superiores às dos bens? Os preços dos ativos são muito voláteis e, talvez, mais sujeitos a mudanças que os dos bens. Se o mercado de ações disparasse, seria esta razão suficiente para apertar a política monetária? A discussão dessas questões durante a Conferência

do Banco do Japão sobre Estabilidade Financeira em um Ambiente de Mudanças, em outubro de 1993, revelou que poucos economistas queriam incorporar, formalmente, os preços dos ativos a algum índice ou medida que pudesse vir a ser utilizada como meta de estabilização. Ao contrário, quase todos defendiam o uso dos dados de preços dos ativos como "variáveis de informação", que poderiam ser utilizadas como um dos guias para o ajuste das taxas de juros de curto prazo.

O usual entre países que não têm objetivos pré-fixados para suas taxas de câmbio (ou em economias fechadas, como os EUA, devido a seu tamanho, ou em economias protegidas por controles cambiais e/ou com taxas flutuantes) são alterações discricionárias das taxas de juros. Estas objetivam estabelecer preços estáveis a médio prazo e são realizadas com base em informações a respeito de diversas variáveis, incluindo neste rol vários indicadores diretos da própria inflação, de utilização de capacidade e de desemprego, a taxa de câmbio, os agregados monetários, etc. O peso atribuído às diferentes informações é inteiramente subjetivo. Não é um método de operação intelectualmente meticuloso. Em um mundo complexo, que evolui estruturalmente, a flexibilidade daí advinda pode ser uma vantagem operacional, particularmente quando as autoridades monetárias estão rigorosamente comprometidas com a obtenção de metas.

Mesmo em países com taxas de câmbio flutuantes, as influências externas são capazes de afetar as decisões correntes das autoridades sobre o nível apropriado das taxas de curto prazo e as expectativas quanto ao seu futuro provável no mercado doméstico. Por isso, as taxas de juros de mais longo prazo e a curva de rendimentos em países com taxas de câmbio flutuantes podem ser influenciadas pela avaliação de mercado dos impactos domésticos de mudanças internacionais. Além deste efeito normal, questionou-se, nos últimos meses, se os fluxos internacionais de capitais não produziram um ajustamento global nos rendimentos dos títulos. Tal ajuste teria elevado, em vários países, os rendimentos de títulos de prazo mais curto (três a cinco anos) além do nível explicável pelas taxas a termo implícitas em títulos de mesmo prazo. Via de regra, o reajuste nos rendimentos dos títulos inicia-se nos EUA e seus efeitos irradiam-se a partir de Nova Iorque. Se é difícil explicar a extensão das mudanças dos preços e dos rendimentos nos EUA, mais ainda o é na Europa, onde muitos países, como a Alemanha e a França, recuperam, com dificuldades, suas economias.

Talvez tais colocações nada mais sejam que a expressão elegante de minha opinião pessoal de que os títulos de curto prazo se tornaram, desde meados do verão de 1994, um bom negócio em inúmeros países da Europa. Não obstante, suspeita-se atualmente de que assistimos, no passado recente, uma sobre-reação internacionalmente coordenada e mesmo, em parte, capitaneada por dinâmicas financeiras. Terão sido os efeitos combinados da resolução de Basileia - sobre os coeficientes de adequação de capital (para prevenção de riscos) e a má qualidade

dos passivos decorrentes de operações imobiliárias de bancos e demais instituições financeiras entre 1989 e 1992 - que os levaram a sobrecarregar suas carteiras com títulos do governo? Esta postura teria se aprofundado, em 1993, pela ação dos fundos de *hedge*? Será que uma proporção crescente desses agentes teria implementado estratégias deliberadas de seguro de portfólio, protegendo-se contra riscos de taxas de juros? Até que ponto estratégias individuais de cobertura de risco pioram o risco agregado (principalmente quando tais opções individuais não são transparentes de antemão para o mercado) devido ao maior mimetismo do mercado?

Se estas preocupações podem (ou não) ser válidas para um país em particular, elas não englobam a questão da aparente *coordenação internacional* nos ajustes dos preços e dos rendimentos dos títulos. Mas uma das características dos mercados de derivativos é que eles permitem que os diferentes tipos de riscos inerentes a uma tomada de posição sejam separados, individualmente segurados ou conscientemente assumidos. No passado, qualquer residente que comprasse um título estrangeiro teria que, simultaneamente, aceitar riscos monetários, cambiais e de juros. À medida que o risco de câmbio pode ser agora isolado e seu seguro é barato, os títulos estrangeiros tornam-se substitutos mais próximos para os títulos domésticos? Caso positivo, será que a evolução dos rendimentos dos títulos em todo o mundo se tornará mais sensível aos movimentos do mercado de títulos de Nova Iorque? Mas, como afirmei anteriormente, mesmo sob regime de câmbio flexível, não parece haver hoje restrições maiores que as do passado ao controle das taxas de curto prazo do mercado monetário pelo banco central. Será que isso talvez signifique que haverá, no futuro, maior tensão entre pressões internacionais e fatores internos (por exemplo, a trajetória esperada das taxas de curto prazo no futuro) na determinação dos rendimentos dos títulos em outros países além dos EUA? Se sim, a habilidade dos bancos centrais nacionais para controlar, ou mesmo prever, a trajetória dos rendimentos dos títulos de mais longo prazo - a despeito de continuarem controlando as taxas de mercado de menor prazo - poderá diminuir. Isso o tempo nos dirá. De qualquer forma, seria bom não nos empolgarmos demais com os fatos recentes do mercado mundial de títulos. Não entendemos, ainda, completamente o que aconteceu. Pode ter sido um desenvolvimento único que não se repetirá de forma igual no futuro. E não está de todo claro que as oscilações destes mercados - excessivamente flutuantes no final de 1993, excessivamente deprimidos no segundo trimestre de 1994 - tenham afetado adversamente a economia mundial.

Resumindo, conquanto não objetivem fixar suas taxas de câmbio, os bancos centrais permanecem donos de seus próprios mercados monetários. Só que a escolha da melhor forma de exercício deste poder torna-se mais complexa em um ambiente de mudanças estruturais.

2. Política cambial

Em primeiro lugar deveríamos tentar entender porque os bancos centrais objetivariam implementar políticas cambiais, antes de discutir se os recentes desenvolvimentos de mercado e as mudanças estruturais ocorridas complicaram o funcionamento das mesmas. Em particular, os dois principais regimes (canônicos) de taxas de câmbio - livre flutuação e totalmente fixo - não requerem nenhuma política. No primeiro, os dois bancos centrais estabelecem (independentemente) suas políticas monetárias domésticas (taxa de juros) e o mercado fixa a taxa de câmbio. No segundo, apenas um dos bancos centrais determinaria a política monetária (taxa de juros) e os demais bancos centrais, dependentes, aceitariam e implementariam a política estabelecida quase automaticamente. A forma extrema ocorre quando há uma moeda única, mas inúmeros bancos centrais - membros, regionais ou nacionais -, como no Sistema Federal de Reserva dos EUA e, recentemente, o Sistema Europeu de Bancos Centrais. Uma forma enfraquecida do sistema de taxas fixas é a câmara de conversão, a exemplo de Hong Kong, da Estônia ou da Argentina, em que o banco central local organiza a emissão da moeda nacional ou local. E garante que toda emissão marginal⁴ seja 100% lastreada por títulos resgatáveis na praça do país (central) emissor da moeda-âncora. Se ocorrer um déficit no balanço de pagamentos e o banco central perder reservas, a emissão de moeda (ou de títulos bancários) deve ser reduzida. Se isto não ocorrer quase automaticamente, como é usual, deve ser atingido por meio de operações de *open-market*. Em ambos os casos, as taxas de juros devem ser elevadas. Na prática, países que adotam a câmara de conversão devem ajustar suas taxas de juros à do país central, acrescidas normalmente de um prêmio de risco variável ao longo do tempo, dependendo das circunstâncias econômicas e políticas observadas.

Por que, então, os bancos centrais *não* se satisfazem em adotar uma das duas formas canônicas que não os envolva com nenhuma política cambial? Por que, freqüentemente, ficam no meio do caminho, o que lhes requer atenção especial em relação à administração da taxa de câmbio? O maior problema da livre flutuação tem sido o de que as taxas de câmbio real mostraram-se não só extremamente voláteis mas, também, sujeitas a desalinhamentos de médio prazo significativos. O pior caso foi a apreciação do dólar em meados dos anos 80.

Como este último exemplo sugere, não há evidências, por mim conhecidas, de que os desenvolvimentos recentes de mercado - como, por exemplo, o crescimento do mercado de câmbio (forex), ou a expansão dos mercados de derivativos - conduziram qualquer *piora* na propensão do mercado

(4) Em tais sistemas pode também haver uma emissão fiduciária limitada inconvertível de títulos locais.

forex a se comportar de uma maneira não explicável *pelos fundamentals*. Além disso, se comparado com os anos 70 e 80, o mercado de câmbio nos anos 90 tem sido, talvez, mais reativo aos *fundamentals*.

Alguns aspectos da apreciação recente do iene podem parecer de difícil compreensão. Mas, a meu ver, os fatos evidenciam que a maior parte da finança especulativa apostava na apreciação do dólar antes do último inverno. As explicações a respeito do porquê de o dólar ter-se, contrariamente, desvalorizado, tenderam a enfatizar fatores reais, tais como a interrupção dos fluxos de capitais de longo prazo japoneses para os EUA e o contínuo déficit americano em conta corrente. A cobertura de posições altistas em dólares, tomadas anteriormente por especuladores, só exacerbou o processo de depreciação. Seja como for, mesmo que o mercado cambial permaneça imprevisível e capaz de determinar paridades indesejáveis às autoridades monetárias, não há evidências de que tais perversidades piorem. Antes, o oposto.

Não obstante, as autoridades monetárias podem, em determinados momentos, desejar intervir no mercado cambial para influenciar o nível, a taxa de variação ou a volatilidade do câmbio. Mas, a relação entre o tamanho das reservas que as autoridades podem dispende para tal propósito e a extensão do mercado como um todo evolui em detrimento dos bancos centrais. De qualquer modo foi-se o tempo em que os analistas pensavam que as intervenções dos bancos centrais poderiam determinar significativamente as posições de mercado, ou influenciar as alocações de fundos de forma categórica.

Argumenta-se, entretanto, que tal intervenção "sinalizaria" as futuras intenções das autoridades monetárias e isto é que seria relevante. Esta linha de argumento é uma via de mão dupla. A sinalização mais forte de qualquer banco central é a alteração imediata de sua taxa de juros. Mas intervir significa o contrário. É anunciar que, embora o mercado cambial esteja sendo criteriosamente acompanhado, sua evolução, até então, não coloca a necessidade de alterar as taxas de juros. Se tal postura é percebida como fraca ou potencialmente forte pelos mercados, trata-se ainda de uma questão ambígua. Portanto, é surpreendente que estudos sobre os efeitos das intervenções, como os de Edison (1993) e de Dominguez e Frankel (1992), tenham misturado conclusões ainda discutíveis. De qualquer maneira, tanto tem sido escrito nos últimos anos sobre intervenção que não parece ser necessário ou útil ir além.

As intervenções dos bancos centrais no mercado cambial permitem-lhes relativamente pouco controle sobre taxas de câmbio flexíveis. Por isso, as autoridades monetárias, necessitando de maior estabilidade de sua paridade cambial *vis à vis* algum país vizinho ou grupo de países, e não se sentindo preparadas para abandonar, em conjunto, a opção de política monetária independente, movem-se em direção a taxas cambiais fixas mas ajustáveis.

O desejo de fixar a taxa de câmbio pode surgir por inúmeras razões. Porque o país é pequeno (em relação a seus parceiros comerciais); tem uma interpenetração comercial e/ou mobilidade de fatores crescente com seus vizinhos (isto é, aproxima-se de uma área monetária ótima); deseja usar a taxa de câmbio fixa como uma âncora prévia à realização de uma política monetária antiinflacionária; encara taxas fixas de câmbio como um estágio do caminho da união monetária completa; ou, ainda, por várias outras razões. Mas, apesar dessas razões, o desejo de liberdade para reajustar a taxa permanece e, em determinadas circunstâncias, aflora. Seja porque a economia local não convergiu suficientemente para o centro; porque não forma uma área monetária ótima com o país central (por exemplo, por insuficiência de mobilidade de fatores); devido à ausência de relações comerciais, fiscais e políticas significativas com o país central; devido à possibilidade de choques locais assimétricos; e ainda, por várias outras razões. Deste modo, alguns países podem sentir que nem a livre flutuação, nem a câmara de conversão ou uma união monetária ajusta-se bem à sua condição específica. A melhor alternativa é, assim, um sistema intermediário de taxas fixas mas ajustáveis.

A principal desvantagem para uma economia regional/nacional sob sistema de câmara de conversão ou em uma união monetária é que choques assimétricos podem tornar a taxa de juros vigente (determinada pelo centro) inapropriada à região. E esta desvantagem pode ser agravada consideravelmente pela dinâmica do sistema de câmbio fixo mas ajustável, por razões que se tornaram conhecidas, no Reino Unido, como a "crítica de Walters", o assessor de Mrs. Thatcher nos anos 80. Quando um país adota tal sistema, ou depois de um reajuste de sua paridade cambial, a expectativa é, normalmente, de que a taxa será mantida por, no mínimo, um ano, por razões de credibilidade política. Dada tal expectativa, as taxas de juros de curto prazo serão empurradas para baixo pela entrada de capitais até que fiquem um pouco acima daquela vigente no país central. Mas o país que adota pela primeira vez o sistema ou reajusta sua paridade tem, provavelmente, por uma série de razões, uma taxa de inflação significativamente superior a do país central. Conseqüentemente, o primeiro efeito da fixação - de certa forma paradoxal em relação ao aumento de credibilidade da nova paridade - é induzir taxas de juros reais locais excessivamente baixas, um amplo ingresso de capitais e um impulso inflacionário adicional. A experiência da Índia nos últimos anos é um exemplo recente desta síndrome.

Uma forma de combater o efeito inflacionário decorrente de uma política monetária excessivamente frouxa durante os primeiros anos ou meses do sistema é contrabalançá-la com um política fiscal extremamente *apertada*. Mas, normalmente, isto não é factível politicamente. Infelizmente, a norma é que o *gap* inflacionário entre o país periférico e o central permaneça ou piore, o que causa, ao longo do tempo, uma apreciação real da taxa de câmbio, uma deterioração da

balança comercial e um enfraquecimento da posição competitiva da indústria de bens comercializáveis. Conseqüentemente, deixa-se de acreditar na manutenção, por muito tempo, da paridade estabelecida. Conforme ganhem corpo expectativas de que a taxa de câmbio deva ser reajustada no futuro próximo, a taxa de juros necessária, para contrapor-se à especulação e impedir saídas de capitais forâneos, torna-se excessivamente elevada. São exemplos de crises especulativas deste tipo na Europa: a Suécia, em 1992, que se valeu de taxas de *overnight* superiores a 100% ao ano e a Grécia, mais recentemente, em 1994.

Há, ainda, um outro problema. Se o país cuja paridade da moeda está sob suspeita tem, também, um nível elevado de desemprego, o crescimento da taxa de juros pode ser sentido pelo mercado como *politicamente* insustentável, mesmo que o banco central expresse sua disposição para impor taxas elevadas. Por isso, em certas circunstâncias, o crescimento das taxas de juros (qualquer que seja o nível inicial) pode reforçar a especulação ao invés de combatê-la. Acredita-se que esta síndrome atacou a libra, em setembro de 1992 e o franco francês, no verão de 1993.

Além disso, este (possível) efeito perverso da elevação das taxas de juros como instrumento de defesa da paridade cambial tem sido, provavelmente, exacerbado pelas dinâmicas financeiras internas, como analisado no trabalho de Garber e Spencer (1994), e enfatizado por Paolo Kind na Conferência de Perugia, em julho de 1994. O mecanismo destas dinâmicas financeiras é essencialmente o seguinte: os administradores de portfólios deslocam fundos entre os mercados nacionais de títulos para se beneficiar dos diferenciais de juros locais (como já observado no item 1). Simultaneamente, eles cobrirão seus riscos de câmbio por meio de opções futuras de venda. Estas opções concretizam-se em troca de moedas no momento em que a paridade da moeda local caia abaixo do limite fraco da banda.

Se a taxa corrente de câmbio já estiver muito próxima ao limite inferior da banda, elevar as taxas de juros como defesa da moeda local exerce pressões baixistas sobre a taxa de câmbio a termo. Isso faz com que aqueles que, anteriormente, subscreveram opções de venda realizem vendas de cobertura. Se, até então, houve entradas significativas de capitais devido exclusivamente ao diferencial de juros, pode haver um volume massivo de vendas de cobertura *quando e se* uma elevação nos juros conduzir a uma taxa de câmbio futuro inferior à do limite inferior da banda. Desta forma, um banco central, que tenha elevado sua taxa de juros com a expectativa de fortalecer a taxa de câmbio corrente, pode ser frustrado e ver-se tendo que lidar com uma onda de vendas de cobertura. Paolo Kind, em Perugia, mostrou que tais desenvolvimentos tiveram seu papel na saída da lira italiana do Mecanismo Cambial Europeu, em setembro de 1992.

O modelo inicial de *smooth-pasting* de Krugman sobre variações de paridades no interior de bandas cambiais era mais atrativo por sua elegância

acadêmica que por seu realismo. A preferência pela adoção de um regime de bandas, em detrimento de regimes de câmara de conversão e de união monetária, deve-se ao anseio de que se mostre capaz de reajustar a paridade da moeda local em certas circunstâncias. Conseqüentemente, as bandas *não podem* ser completamente críveis. Pelas razões já levantadas, a credibilidade é parcial e variável ao longo do tempo, podendo ocasionar alguns problemas dinâmicos graves. No momento, não há grande entusiasmo, no Mecanismo Cambial Europeu, no que se refere ao retorno a bandas estreitas. Na verdade, não está claro porque seria desejável ir além do anúncio de uma paridade central realmente fixa. Como Branson colocou, discutindo o trabalho de Garber e Spencer (1994), uma banda anunciada pode ser um repulsor.

Muito do sucesso inicial do Mecanismo Cambial Europeu é hoje atribuído ao uso de controles de câmbio. Eichengreen, Rose e Wyplosz, em trabalho recente apresentado na Conferência de Perugia, em julho de 1994, argumentaram que, caso fosse desejável para o Mecanismo Cambial Europeu retornar às bandas estreitas, seria adequado reforçá-las com alguma versão de controle cambial, com severo monitoramento dos empréstimos a não-residentes em moedas nacionais. Esta proposta foi bastante hostilizada pelos debatedores em Perugia, pelos economistas lá presentes e por outros mais. Atacou-se argumentando que tais controles são inerentemente indesejáveis e que nunca funcionariam. Partindo da premissa que qualquer controle induz à burla: a diminuição, da mobilidade de capitais, aumentaria a possibilidade de persuasão de residentes para intermediar bancos e não-residentes. A visão generalizada é que o mercado se tornou suficientemente habilidoso para evitar, ou livrar-se, de controles cambiais que limitem sua eficiência. A menos que sejam introduzidos complexos controles burocráticos - e, neste caso os custos para o país envolvido superariam os benefícios do próprio controle -, o mercado livra-se dos controles.

Em resumo, não há espaço para a política cambial em regime de flutuação livre de divisas nem de câmbio totalmente fixo como o de câmara de conversão ou em uma união monetária. Há razões pelas quais um país pode aspirar a um meio caminho, adotando um câmbio fixo mas ajustável. Mas este regime, particularmente quando bandas estreitas são adotadas, pode conduzir a processos dinâmicos adversos que vêm se agravando com o desenvolvimento recente das técnicas de administração de portfólios. Qualquer tentativa de reação que reintroduza controles cambiais pode ser frustrada e falhar. E, caso funcione, a "cura" pode ser pior para o paciente que própria doença especulativa.

3. Regulação

Por definição, a regulação objetiva forçar (parte de) os regulados a ações que não desenvolveriam voluntariamente (de outra maneira a regulação seria inútil). Portanto, é, em geral, considerada penosa. As pessoas tentam evitar as obrigações. Os desenvolvimentos estruturais dos anos recentes, globalização dos mercados financeiros e crescimento dos derivativos e a erosão das barreiras entre instituições financeiras e mercados criaram oportunidades patentes de arbitragens regulatórias e de escapes. Diferentemente das questões tratadas nas duas seções anteriores, políticas monetária e cambial, em que tais mudanças estruturais *não* alteraram, significativamente, os problemas enfrentados pelos bancos centrais, tais mudanças afetaram, e continuam afetando, a forma e a condução da regulação e de supervisão.

Até os anos 70, a regulação financeira era, essencialmente, uma tarefa realizada internamente por cada nação, de forma individualizada, de acordo com sua próprias tradições. No Reino Unido esta tradição era de restrição, cartelização e auto-regulação. Cada grupo de intermediários (as sociedades imobiliárias, financeiras, bancos comerciais, bancos de investimento, etc), estava alocado em uma parte específica do sistema financeiro onde detinha, sob certas restrições, o monopólio efetivo. Eles foram encorajados a formar uma associação cujos dirigentes poderiam consultar as autoridades monetárias. A entrada era restrita, e as regulamentações limitavam a competição a preços (taxas de juros). A existência de tais vantagens de cartel era um incentivo à auto-regulação, e o Banco da Inglaterra podia esperar, e esperava, "bom comportamento" em relação a regras não escritas, apesar da ausência de qualquer suporte estatutário; com apenas um funcionário e o dirigente do Discount Office trabalhando, parte de seu tempo, na supervisão do mercado de títulos, dos principais intermediários, dos bancos comerciais e de investimento.

A desvantagem deste confortável sistema cartelizado foi que ele se tornou rígido, com elevados custos e pouco competitivo. A competição doméstica surgiu nos anos 60 por meio dos intermediários financeiros. Mais importante, a competição internacional emergiu especialmente nos mercados atacadistas de dinheiro, tais como o euromercado e o mercado de euro-títulos, a partir dos anos 60. Enquanto que, até os anos 70, as autoridades em Londres, notavelmente o Banco da Inglaterra, tentaram restringir a livre competição no mercado varejista doméstico, elas tiveram papel de vanguarda, incentivando Londres a se tornar um importante competidor internacional no mercado financeiro atacadista global e, mais recentemente, nos mercados transeuropeus (sustentando SEAQs internacionais no mercado bursátil londrino).

Foi a concorrência, incentivada pela crença ideológica em seus benefícios para a eficiência e para o crescimento, e a progressiva remoção dos controles

cambiais em um número crescente de países, que minaram o sistema prévio de cartéis auto-regulados. Assim, a retirada da regulação prévia sobre as aplicações em Wall Street, nos anos 70, tornou-a um crescente competidor do mercado bursátil de Londres, forçando, efetivamente, o *Big Bang* em 1986, que, por sua vez, forçou as reformas das bolsas de valores no continente europeu - em Paris, Frankfurt e Milão - por receio de perder, ainda mais, seus negócios para Londres.

Portanto, entre os anos 60 e 80, a tendência inicial era de desregulação, ou melhor de eliminação das regras restritivas que conduziram à proteção dos lucros e conseqüente solvência do sistema e à adesão a regras específicas de conduta (na hipótese de que estas permitiam, freqüentemente, operações com informações privilegiadas e de "faz-de-conta"). A concorrência diminuiu as margens de juros e de lucro, conforme era seu objetivo. A capitalização dos bancos foi, em alguns casos importantes, enfraquecida, também, pelas perdas incorridas nos empréstimos aos países em desenvolvimento (no início dos anos 80) e nos créditos imobiliários doméstico e externo (no final dos anos 80). Se tais estratégias de empréstimo foram ou não afetadas pelo risco moral decorrente da crença de que os grandes bancos de um país seriam socorridos por suas próprias autoridades, permanece uma questão controversa. Há, também, algumas controvérsias em relação à verdadeira capacidade dos diretores dos bancos para estimar e monitorar o risco real envolvido em suas posições.

Não obstante, é difícil contestar que o risco moral e a probabilidade de adoção de estratégias de alto risco piores à medida que declina o próprio capital disponível de um banco; que declina sua adequação de capital. Quando seu próprio capital diminui, a perda potencial dos acionistas, decorrente de maus resultados, é jogada sobre outros ombros (esquemas de seguro de depósitos, o banco central ou os contribuintes), o contrário não sendo verdadeiro. Em princípio, este risco maior pode ser contrabalançado pela elevação do custo para obtenção de fundos e/ou dos serviços de seguro, mas, na prática, isso não acontece.

De qualquer forma, as autoridades de alguns dos maiores países (EUA e Reino Unido) observaram, com crescente preocupação, um declínio da adequabilidade do capital médio de seus próprios (principais) bancos ao longo dos anos 80 e, na última metade daquela década, claras evidências do aumento da fragilidade financeira, ilustrado pelo número crescente de falências bancárias e de sociedades imobiliárias, só observado durante a grande depressão do início dos anos 30.

Sendo assim, alguma coisa precisava ser feita para manter, de fato restaurar, a estabilidade sistêmica. A resposta óbvia parecia uma redefinição

satisfatória do Coeficiente de Adequação de Capital (CAR),⁵ isto é, elevá-la. O problema imediato era que uma proporção crescente dos negócios dos principais bancos de vários países se dava no mercado atacadista internacional. Por isso, qualquer tentativa, por um país isolado, de impor CARs mais restritivos ao seu sistema bancário doméstico induziria à transferência rápida (e fácil na ausência de controles cambiais) de volume considerável de operações, usualmente classificadas como varejistas e internas, para os mercados *offshore*.

Na realidade, entretanto, raramente ficou claro, mesmo para as diretorias dos bancos, se tais coeficientes estariam sendo mantidos e ajustados com objetivos regulatórios, de senhoriagem ou de controle monetário.

Com a expansão e maior eficiência da moeda e dos mercados interbancários, os coeficientes de reserva ou de liquidez passaram a ser vistos como de valor prudencial limitado. Além disso, a adoção do Sistema de Pagamentos Brutos em Tempo Real (RTGS) aumenta a necessidade dos bancos terem acesso imediato e intradiário a fundos idôneos. O uso das reservas como fonte barata de fundos (senhoriagem) para os governos não é muito bem visto atualmente, como constatamos durante as campanhas pela independência dos bancos centrais (Tratado de Maastricht). Por outro lado, o papel dos coeficientes de reserva, se houver algum, na condução diária da política e controles monetários, permanece um ponto de contenção na Europa, particularmente no processo de construção da União Monetária Européia (Monticelli e Viñals, 1993; Goodhart e Viñals, 1994). Sendo assim, o uso futuro dos coeficientes de reserva na Europa permanece incerto e indefinido. Portanto, qualquer tentativa isolada de CAR mais restritivo para um sistema bancário nacional, transferiria parte dos negócios para fora do país, enfraquecendo a posição competitiva do sistema doméstico.

Assim, a crescente globalização dos mercados atacadistas de dinheiro suscitou pressões para a adoção de um aparato regulatório internacional, obtendo-se assim um campo de ação mais neutro. Realmente, em meados dos anos 80, já havia fortes reclamações dos bancos americanos e britânicos de que bancos de outros países, notadamente japoneses e franceses, tinham vantagens "injustas" nos mercados atacadistas internacionais, pois suas autoridades nacionais permitiam coeficientes menores de capital.

Colocado o problema nestes termos, a solução natural era reunir a diplomacia internacional dos bancos centrais para chegar a um acordo e aplicar um CAR comum mínimo. A história de como esta negociação foi realizada - sob a liderança de Corrigan, do Federal Reserve Board de Nova Iorque, e de Cooke, Blunden e Quin, do Banco da Inglaterra - e conduziu às exigências de Basiléia de

(5) Nas décadas anteriores, o principal instrumento de controle regulatório era a imposição de coeficientes de reservas, ou de liquidez, o que tinha a vantagem de prover o governo de financiamento barato - e em alguns modelos - fornecer às autoridades um fulcro (mais forte) para o controle monetário.

1988 são bem conhecidas. Portanto, a questão a ser enfrentada no restante desta seção é verificar se tais exigências solucionaram os problemas regulatórios correntemente observados. Caso a resposta seja negativa, refletir sobre como melhorar o sistema regulatório.

É claro que nenhuma iniciativa regulatória pode ter sempre 100% de sucesso. É, também, altamente provável que a condição do sistema bancário mundial após a adoção das resoluções de Basileia a respeito de coeficientes de adequação de capital, seja muito melhor do que seria sem elas, mesmo que tal contrafato nunca possa ser provado (ou negado). Apesar disto, defenderei aqui que o Acordo de Basileia (e seu equivalente, as diretrizes bancárias da União Européia) é falho (escorregadio) e, por isso, precisa imediatamente ser revisto.

O primeiro problema, e em minha opinião o menos sério, é saber se é plausível constituir um nível regulatório global assentado num mundo em que os sistemas contábeis, impositivos, legais, assim como a definição das questões sujeitas à supervisão, mantêm suas características nacional e individual. Scott e Iwahara (1994) estudaram esta questão no Grupo dos Trinta que trata do equilíbrio competitivo entre os bancos americanos e japoneses. Concluem que o Acordo falhou neste objetivo.⁶

O primeiro problema refere-se, portanto, à concorrência entre bancos-líderes em países distintos. O segundo problema diz respeito à competição entre bancos e outros intermediários financeiros no interior dos países (e, também, em menor extensão, entre países). Como colocado anteriormente, a demarcação prévia de fronteiras rígidas entre os campos de atuação dos vários intermediários financeiros tornou-se desgastada e imprecisa. Isso aconteceu em vários países. Além disto, a extensão das atividades permitidas aos bancos e, conseqüentemente, o campo de concorrência bancária potencial variou significativamente entre os países que limitaram a atuação de seus bancos a operações quase que estritamente comerciais (Glass-Steagall Act dos EUA) e aqueles que, como a Alemanha, permitiram e até incentivaram os bancos universais. Isto freqüentemente causa problema para os reguladores. Se eles tentam impor CARs mais elevados, mais restritivos a todo o leque de atividades bancárias, eles podem enfraquecer a posição competitiva dos bancos em relação aos intermediários não-bancários nas

(6) Suas conclusões (p.69) são as seguintes: "O principal objetivo do Acordo de Basileia era nivelar o jogo competitivo entre os bancos japoneses e americanos. Acreditamos que não alcançaram esse objetivo por inúmeras razões. Em primeiro lugar, porque fatores que o Acordo de Basileia não pode corrigir, como os subsídios públicos, têm um grande impacto sobre a concorrência bancária. Segundo, porque o efeito do Acordo é altamente influenciado por regras contábeis e pelas regulações dos balanços, como por exemplo, as políticas de reservas para devedores duvidosos. Como Basileia não conseguiu harmonizar estas questões, o mesmo requerimento de capital tem impactos diferentes nos dois países. Terceiro, diferenças nos regimes legais prevalentes para os mercados dos capitais entre dois países podem induzir a vantagens significativas na utilização de vários instrumentos de capital e na detenção de ativos com riscos diferentes. Quarto, o problema de ênfases diferenciadas, dadas aos coeficientes de capital pelas autoridades públicas nacionais, não foi resolvido. Assim, seria um mero acidente se o Acordo contribuísse, mesmo que modestamente, para diminuir a desigualdade competitiva entre os bancos americanos e japoneses.

áreas de atuação comum. Caso busquem proteger e manter a posição competitiva dos bancos em tais áreas, necessitarão fazer uma divisão arbitrária das atividades dos bancos e estabelecer arranjos regulatórios para cada uma das partes. Este seria um campo fértil para arbitragens regulatórias.

Os esforços para tratar a concorrência entre bancos e instituições financeiras não-bancárias operando na Europa constituem um caso ilustrativo. A solução obtida pelas autoridades européias, sob a jurisdição do CAR, em 1993, foi a divisão dos livros (contábeis) bancários em duas partes. O "livro de negócios" seria sujeito a regras mais permissivas de adequação de capital, mais apropriadas ao registro das atividades de corretagem e de parte das transações bancárias. Tal enfoque contribuiu para diminuir a desigualdade concorrencial entre bancos e instituições não-bancárias de investimento, mas criou vários outros problemas, conforme discutido por Dale (1994) e, a seguir, sintetizados.

Em primeiro lugar, as discussões entre os reguladores encarregados dos bancos e aqueles incumbidos das instituições que operam nos mercados de títulos culminaram em um compromisso para o livro de negócios, em termos de: definição de capital; tratamento de subscrições; regras gerais de *exposure*; e requerimentos para posições de risco, que se aproximam mais do modelo regulatório para o mercado de títulos que para os bancos. Já que, nos últimos tempos, os bancos suportam os riscos associados a seus próprios "livros de negócios" e de companhias financeiras subsidiárias, isto pode implicar uma diluição da proteção à solvência, conferida, até então, aos bancos. O CAD impõe somente reservas mínimas para fins de adequação, podendo as autoridades nacionais aplicar coeficientes mais elevados, quando necessário. Entretanto, preocupações competitivas desencorajarão providências unilaterais deste tipo.

Em segundo lugar porque, sendo os bancos livres para utilizar suas bases de depósito para o financiamento de títulos - seja este contabilizado em seus próprios balanços ou no de suas subsidiárias -, os problemas de risco moral associados aos bancos passam, agora, a ser transferidos para os mercados de títulos. O uso de depósitos, como forma de *funding* para títulos, outorga aos bancos importante vantagem competitiva sobre as instituições financeiras não-bancárias. Isso torna-se uma fonte importante de desigualdade num campo de ação, em circunstâncias diversas, mais neutro.

Em terceiro, por conferir às empresas de investimento as mesmas condições de crédito privilegiado até então exclusivas dos bancos⁷ pode transmitir aos mercados financeiros a impressão de que as primeiras recorrem aos mesmos instrumentos oficiais idealizados para o respaldo dos bancos como, por exemplo, os empréstimos em última instância dos bancos centrais.

(7) Concede-se *status* automático de "passivos qualificados" para emissão de débitos e peso de risco para instituições que respondem pelos riscos de suas contrapartes.

Finalmente, constitui-se um paradoxo remarcável que o CAD buscase campo de ação neutro para bancos e empresas de investimento e, de fato, tenha limitado severamente o campo de ação quando aplicado aos *negócios* bancários e de títulos. Como explicado acima, as reservas de capital aplicadas aos empréstimos bancários são muito mais elevadas que aquelas aplicadas aos títulos de dívidas com riscos e maturidades equivalentes no “livro de negócios” (um fator não inferior a 32 vezes, no caso de títulos qualificados de curto prazo). Reservas diferenciadas não são novas. Já existiram no Reino Unido e favoreceram os negócios com títulos quando realizados por empresas de investimentos. Sob o regime do CAD, os bancos passam a ter enorme incentivo para transformar seus negócios tradicionais em empréstimos securitizados. Isso dá maior ímpeto ao processo de securitização, seja este desejável ou não. Mas, insatisfatório mesmo é que um desenvolvimento de mercado tão importante seja um subproduto de uma estrutura regulatória nova, e não o resultado de decisão política consciente.

Todas estas dificuldades têm suas raízes nas estruturas de mercado dos EUA que permitem que negócios bancários e com títulos sejam livremente entremesclados nos conglomerados financeiros. Foi sugerido anteriormente que qualquer regulação oficial abrangente para as empresas de investimento deve ser muito mais leve que aquela necessária aos bancos. Porque a própria “indústria do investimento” tem incentivo e capacidade para impor diretamente regras objetivas de “liquidez de capital” que minimizam o risco de *default*. E, também, porque os efeitos de *spillover* da quebra de uma empresa de investimento são pequenos, se comparados aos custos sociais das falências bancárias. Contudo, uma vez que as empresas de investimento estejam conectadas a bancos, os riscos sistêmicos associados aos bancos estendem-se para os mercados de títulos. Além disso, como sob o CAD, os depósitos podem ser usados para financiar negócios com títulos, o problema do risco moral contamina, também, o mercado de títulos. São estes elos bancos/depósitos, ao invés das características das empresas de investimento *per se*, que tornam necessária a regulação oficial ampla dos negócios com títulos.

No entanto, estas preocupações são relativamente insignificantes, se comparadas aos problemas de taxaço e tratamento de risco do Acordo de Basileia. Estas questões são tratadas de maneira muito simplista e insatisfatória. Ao invés de tentar medir o risco global de todo o portfólio usando os melhores modelos disponíveis de teoria financeira, o enfoque de Basileia optou pelo critério de blocos constitutivos. Sob tal perspectiva, as ponderações de risco de crédito aplicam-se *en bloc*, à certas categorias de ativos, por exemplo, a débitos governamentais, a empréstimos hipotecários, a outros empréstimos comerciais, etc. As ponderações devem ser aplicadas independentemente da posição credora do tomador particular de empréstimo dentro daquela categoria (de ativo). Por este

critério, investir em títulos de dívida pública⁸ da Turquia têm peso zero, e empréstimos comerciais à General Motors têm peso de 100%. Exceto tentativas isoladas de desencorajar e prevenir níveis elevados de *exposure*, pouca atenção foi dada à mensuração e ao incentivo à diversificação prudencial no interior dos blocos de ativos. Grande parte do nível de *exposure*, do comprometimento, a qualquer momento, dos bancos deve-se a relações interbancárias e se dá no curso dos sistemas de pagamentos. As questões de compensação apropriada e dos acordos para posições líquidas permissíveis permanecem complexas e de tratamento *ad hoc*.

As ponderações de risco eram, quase que inevitavelmente, arbitrárias. Isso implicou incentivos ao sistema bancário para deter aqueles ativos cujas ponderações fossem (indevidamente) generosas para com seus balancetes, como por exemplo, os títulos de dívida pública e os empréstimos hipotecários, transformando em operações fora de balanço aquelas cujas ponderações fossem muito pesadas como, por exemplo, os empréstimos para grandes corporações privadas. Este último procedimento foi facilitado pelo desenvolvimento dos novos mercados e instrumentos financeiros, tais como os vários tipos *swaps*. Muitas das recentes mudanças na estrutura dos portfólios bancários em países como os EUA, surgem, em grande parte, a partir de arbitragens regulatórias.

A concepção inicial dos coeficientes de reserva, de Basiléia, preocupava-se somente com o risco de crédito. Há, entretanto, vários outros tipos de risco: de taxa de juros, de liquidez, de câmbio, etc, para não mencionar o risco de fraude. A tendência prevalecente entre as autoridades, consoante com o enfoque por blocos constitutivos, foi passar a avaliá-los separadamente (medir a extensão de riscos inerentes a blocos específicos de ativos e passivos), dando tratamento insuficiente ou *ad hoc* aos riscos no interior ou entre blocos. Além disso, as reservas de capital para os diferentes tipos de riscos deveriam ser tratadas como aditivas, apesar de os diversos riscos não terem, necessariamente, correlações positivas.

Paralelamente, as tentativas de estender o enfoque de blocos constitutivos, para lidar com uma gama maior de riscos, vêm elevando a complexidade do sistema. Agregue-se, ainda, que o desenvolvimento dos mercados de derivativos vem permitindo aos bancos ajustar rapidamente suas posições finais *vis-à-vis* certos riscos, tanto por motivos de cobertura (dos seus próprios riscos) quanto de especulação, mas, freqüentemente, por meio da redefinição de suas transações fora de balanço. Tornou-se mais difícil avaliar o risco global de um banco pela análise de seus balanços. A interação das posições incluídas e não-incluídas nos

(8) Sob o Tratado de Maastricht, o Sistema Europeu de Bancos Centrais está proibido de financiar diretamente seu próprio setor público, governo e entidades. Isso implica que tais segmentos, incluindo os governos centrais, poderiam agora falir. É singular que os bancos centrais europeus pudessem envolver-se na preparação do Tratado de Maastricht e, ao mesmo tempo, manter ponderação zero para o risco de crédito nos débitos governamentais.

balanços precisa ser devidamente revista pois, atualmente, as informações de balanço não servem como critério para avaliação do risco normal.

Há um coro crescente de vozes defendendo uma reconsideração e a reformulação radical do enfoque que vem sendo dado ao CAR. O artigo principal do *Financial times business information*, de julho/agosto 1994, colocou que "o debate a respeito da regulação das atividades com derivativos realçou a complexidade das técnicas de administração do risco bancário e as imperfeições das diretrizes de adequação de capital da Basiléia. Introduziu-se um problema concreto: poderão, realmente, os reguladores esperar apreender o perfil de risco de instituições individuais por meio da aplicação de regras de capital simples e estáticas; ou será melhor deixar tal tarefa aos próprios bancos?" Colidindo com a experiência dos reguladores, Charles Taylor, diretor executivo do Grupo dos Trinta, propôs uma revisão radical do modo pelo qual a avaliação de risco é feita. Ele argumenta em *A new approach to capital adequacy for banks*, trabalho realizado para o Centro de Estudos de Inovações Financeiras, em julho de 1994, que o presente regime de Basiléia é fundamentalmente frágil porque mede, de fato, o risco a partir de uma classificação de instrumentos e não segundo tipos e porque não considera os sofisticados modelos de gerenciamento de risco usualmente empregados pelas maiores instituições financeiras. Como resultado, desencoraja, ao invés de promover, uma administração eficiente do risco.

Muitos dos comentários críticos sobre o presente sistema regulatório têm sugerido que, ao invés de impor um sistema de coeficientes único e, por isso, inevitavelmente simplista, os supervisores deveriam avaliar e tentar construir esquemas de gerenciamento de risco a partir daqueles utilizados pelos próprios bancos. Nesta direção, no mesmo relatório sobre regulação financeira citado acima, Patrick Fell argumenta que "historicamente, a maioria dos bancos e intermediários financeiros em todo o mundo teve de concordar com regimes de capital determinados externamente e sem grande afinidade com a forma que monitoram usualmente seus riscos. O exemplo óbvio é a estrutura do Acordo de Basiléia, que olha somente para o risco de crédito e, mesmo nesta área, emprega um modelo mais simples que o utilizado normalmente pelos bancos.

Nos últimos anos, os supervisores começaram a se concentrar na crescente complexidade dos instrumentos financeiros (notavelmente os derivativos), cujos riscos são menos suscetíveis de avaliação por meio de técnicas mecanicistas que, por exemplo, os empréstimos bancários. Os supervisores estão começando a compreender que tais riscos podem ser entendidos apenas quando observados pelo microscópio do sistema de monitoramento de risco das próprias firmas. O uso de qualquer outro caminho menos sofisticado fornece um resultado incorreto e não, necessariamente, prudente".

Em suas conclusões, afirma que "o movimento em direção ao uso de modelos de risco para supervisão e para cálculos de capital é inevitável e

altamente recomendável. Supervisão e controle do gerenciamento podem, por isso, caminhar ao longo desse caminho e não, necessariamente, em caminhos paralelos. Os supervisores terão um maior incentivo para encorajar boas práticas gerenciais enquanto que os gerentes sentirão que a submissão ao supervisor não é meramente burocrática. Ao contrário, pode, de alguma forma, auxiliar a empresa a encontrar seus próprios controles objetivos”.

Conclusão

A complexidade e as alternativas diferenciadas das estratégias bancárias possíveis a partir do advento das tecnologias de informação, de novos instrumentos e mercados (derivativos, por exemplo) e de pressões competitivas, impossibilitam a construção de um modelo único de controle de risco aplicável a todos os bancos. Ao contrário, as autoridades deveriam procurar construir e fortalecer sistemas individualizados para tal fim, impondo modelos externos só quando ficasse demonstrada a insuficiência das regras internas de controle. Entretanto, mesmo com sistemas internos de controle adequados, os bancos podem, em certos momentos, ficar a descoberto. Nestes casos, as autoridades deveriam, imediatamente, realizar uma intervenção estruturada, com mecanismos de resolução baseados numa simples relação capital/ativos.

Charles E. Goodhart é professor da
London School of Economics - Inglaterra.

Referências bibliográficas

- BENSTON, G.J. *Safety nets and moral hazard in banking*. In: FINANCIAL stability in a changing environment. 1993. (Presented at the Bank of Japan Conference, Tokyo) (proceedings in the press)
- DALE, R. *The regulation of investment firms in the European Union*. Southampton, England: University of Southampton. Department of Accounting, 1994. (Working paper, jul.).
- DOMINGUEZ, K., FRANKEL, J. *Does foreign exchange intervention matter? Disentangling the portfolio and expectations effect for the mark*. New York: National Bureau of Economic Research - NBER, 1990. (NBER Working paper, n. 3299).
- _____. *Intervention policy reconsidered*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1993.
- EDISON, H.I. *Foreign currency operations: an annotated bibliography*. Washington, D.C.: Board of Governors, 1990. (International finance discussion papers, n. 380)

- EICHENGREEN, B., ROSE, A., WYPLOSZ, C. Is there a safe passage to EMU? Evidence from the markets. In: FRANKEL, J., GALLI, G., GIOVANNINI, A., orgs. *Microstructure of foreign exchange markets*. 1994. (Presented at the Perugia Conference) (proceedings in the press)
- FELL, P. Capital adequacy. *Financial Regulation Report*. jul./aug. 1994
- GARBER, P., SPENCER, M. Dynamic hedging and the interest rate defense. In: FRANKEL, J., GALLI, G., GIOVANNINI, A., orgs. *Microstructure of foreign exchange markets*. 1994. (Presented at Perugia Conference) (proceedings in the press)
- GOODHART, C.A.E. "News" and the foreign exchange market. Manchester: Manchester Statistical Society, 1989. (pamphlet)
- _____. Can we improve the structure of financial systems? *European Economic Review*, v. 37, n.2/3, apr., p. 269-91, 1993.
- _____. What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations? *Economic Journal*, Oxford, v. 104, n. 427, p. 1424-36, nov. 1994.
- _____, ITO, I., PAYNE, K. One day in June 1993: a study for the working of Reuters 2000-2 electronic foreign exchange trading system. In: FRANKEL, J., GALLI, G., GIOVANNINI, A., orgs. *Microstructure of foreign exchange markets*. 1994. (Presented at the Perugia Conference) (proceedings in the press)
- _____, VIÑALS, J. Strategy and tactics of monetary policy examples from Europe and the antipodes. In: *GOALS, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. 1994. (Presented at the Federal Reserve Bank of Boston Conference at Cape Cod) (proceedings in the press)
- KINDLEBERGER, C.P. *Manias, panics and crashes*. 2.ed. London: MacMillan, 1989.
- LUDWIG, E. Interview. *Financial Times*, London, jul. 29, 1994. p. 12.
- McCALLUM, B.T. Specification and a analysis of a monetary policy rule for Japan. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, n. 11, p.1-45, 1993a.
- _____. Monetary policy rules and financial stability. In: *FINANCIAL stability in a changing environment*. London: MacMillan, 1993b. (Presented at Bank of Japan Conference, Tokyo)
- MONTICELLI, C., VIÑALS, J. European monetary policy in stage 3: what are the issues? In: *THE MONETARY future of Europe*. London: Centre for Economic Policy Research, 1993. (CEPR Occasional paper, n. 12)
- MORGENSTERN, O. *International financial transactions and business cycles*. Princeton, N.J.: Princeton Univ. Press, 1959.
- RE-CASTING financial regulation. *Financial Regulation Report*, jul./aug. 1994.
- SCOTT, H.S., IWAHARA, S. *In search of a level playing field: the implementation of the Basle capital accord in Japan and the United States*. Washington, D.C.: Group of Thirty, 1994. (Occasional paper, n. 46.)
- SPRAGUE, O.M.W. *History of crises under the National Banking System*. Washington, D.C.: Government Printing Office, 1910. (Senate doc., n. 538).

Resumo

O presente trabalho analisa os efeitos das dinâmicas financeiras em curso sobre os problemas defrontados pelos formuladores das políticas dos bancos centrais. Examina seus efeitos sobre a determinação das taxas de juros e de câmbio e evidencia como as transformações financeiras contemporâneas estão causando dificuldades fundamentais para os atuais métodos de regulação.

Abstract

This paper analyses the effect of current financial dynamics on the problems for Central Bank policy-making. The author reviews these, starting with domestic monetary policy; passes by exchange rate determination, and concludes with regulation, where the current structural developments are causing fundamental difficulties for present regulatory methods.