

**Crises bancárias, redes de
segurança financeira e *currency
boards* em economias emergentes**

**Otaviano Canuto
Gilberto Tadeu Lima**

Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 83, set. 1999.

Crises bancárias, redes de segurança financeira e *currency boards* em economias emergentes

Otaviano Canuto¹
Gilberto Tadeu Lima²

Resumo

O presente texto tem como objeto o modelo de regimes monetário-cambiais de *currency board* para as economias emergentes, proposto como solução simultânea aos problemas de volatilidade macroeconômica e crises bancárias freqüentemente encontrados nessas economias. Inicialmente, aborda-se os fatores macroeconômicos mais apontados como causa ou reflexo das crises bancárias. Em seguida, após revisita ao debate sobre as redes de segurança financeira enquanto instrumento para lidar com os riscos sistêmicos intrínsecos à atividade bancária, o trabalho discute os aspectos microeconômicos também ressaltados na literatura como determinantes das crises bancárias nas economias emergentes. Em seguida, tomando-se como referência um esboço geral de operação de um *currency board* “puro”, tenta-se mostrar como este tipo de regime monetário-cambial não elimina as possibilidades de volatilidade macroeconômica e de crises bancárias, particularmente no caso das economias maiores entre o conjunto de emergentes.

Palavras-chave: *Currency board*; Crises bancárias; Redes de segurança financeira.

Abstract

This paper deals with the *currency board* model of monetary-exchange rate regime to emerging economies, a model presented as a simultaneous solution to macroeconomic volatility and banking crises frequently faced by these economies. First, it retrieves those macroeconomic factors typically presented as either cause or symptom of banking crises. Next, a review of current debates on financial safety nets as effective mechanisms to deal with systemic risks intrinsic to banking, is then followed by a discussion of the microeconomic factors also pointed out in the literature on the determinants of banking crises in emerging economies. Based upon a general description of the *modus operandi* of a “pure” *currency board*, it is then argued that this regime does not eliminate the possibility either of macroeconomic volatility or banking crises in emerging economies, especially in those larger ones.

Key words: *Currency board*, Banking crisis; Financial safety nets.

Introdução

Crises bancárias tornaram-se um fenômeno mais freqüente nas duas últimas décadas, tanto no tocante ao número de economias às voltas com episódios de crise

(1) Professor do Instituto de Economia da UNICAMP. E-Mail: <ocanuto@eco.unicamp.br>

(2) Professor-visitante no Instituto de Economia da UNICAMP. E-mail: <gljima@eco.unicamp.br>. Os autores agradecem bolsas do CNPq, sem as quais não seria possível este trabalho. Da mesma forma, agradecem os comentários de Mariano Laplane, isentando -o de erros e omissões remanescentes.

e falências de bancos, quanto à frequência destes episódios em cada região. Desde as experiências examinadas por Lindgren et al (1996), Caprio & Klingebiel (1996), Demiurgüç-Kunt & Detragiache (1997), Kaminsky & Reinhart (1998a), González-Hermosillo (1999) e outros, chamando atenção para o fenômeno, as crises na Ásia e na Rússia acrescentaram evidência adicional de sua relevância. As pesquisas têm se voltado para as crises bancárias em ambos os grupos de economias avançadas e em desenvolvimento, mas o enfoque mais frequente dirige-se às economias emergentes (Goldstein & Turner, 1996) (Kaminsky & Reinhart, 1998b) (Hausman & Rojas-Suárez, 1996) (Rojas-Suárez, 1997) (Sachs, 1996; 1998) (Radelet & Sachs, 1998).

Na abordagem dessas crises bancárias nas economias emergentes, aparece uma dupla ordem de determinantes. Por um lado, aspectos **macroeconômicos** – balanços de pagamentos e regimes cambiais, políticas fiscais e monetárias – são apontados como causa ou reflexo dos problemas bancários. Por outro, fatores **microeconômicos** – estruturas de incentivos embutidas em redes de segurança financeira, mudanças nos processos de concorrência bancária – também são ressaltados nas origens ou nos desdobramentos das fragilidades bancárias.

O presente texto tem como objeto a proposta de adoção de regimes monetário-cambiais de *currency board* por economias emergentes, defendida por alguns economistas como solução, simultaneamente, para os problemas de instabilidade macroeconômica e de crises bancárias frequentes nas economias emergentes. Segundo seus proponentes, além das regras de gestão monetária e cambial atinentes ao *currency board*, este regime implicaria a montagem de **rede de segurança financeira** com baixa propensão a gerar crises bancárias recorrentes.³

O trabalho está estruturado na seguinte forma. O item 1 aborda os chamados fatores macroeconômicos apontados como frequentes nas crises bancárias em economias emergentes. Em seguida, no item 2, recuperamos alguns pontos do debate recente sobre as redes de segurança financeira enquanto instrumento para lidar com os riscos sistêmicos intrínsecos à atividade bancária.

O item 3 apresenta os aspectos microeconômicos também ressaltados na literatura como determinantes das crises bancárias nas economias emergentes. Além da volatilidade e dos demais aspectos macroeconômicos, menção crescente tem sido feita às redes de segurança financeira presentes nestas economias, as quais estariam induzindo a comportamentos excessivos de risco moral (*moral hazard*) por

(3) Steve Hanke e Kurt Schuler, em copiosa literatura, estão entre os principais entusiastas quanto à generalização de *currency boards* em economias emergentes. Rüdiger Dornbusch, por seu turno, mantém sistematicamente a defesa de sua implantação no Brasil.

parte de seus bancos. Os problemas atribuídos a redes de segurança financeira, conforme resumo no item anterior, colocar-se-iam nas economias emergentes com ainda maior intensidade.

Finalmente, o item 4 delinea os traços gerais dos regimes de *currency board*, buscando mostrar como este tipo de regime monetário-cambial configura, simultaneamente, tanto uma estratégia particular quanto à volatilidade macroeconômica, quanto uma modalidade particular de redes de segurança financeira. Nesta modalidade de rede, supõe-se estrita disciplina fiscal, além de maior disciplina imposta pelos mercados sobre as instituições.⁴

Como conclusão geral do trabalho, depreende-se que são questionáveis as propriedades de estabilidade macroeconômica atribuídas a regimes de *currency board* em economias emergentes. Em decorrência do peso peculiarmente elevado que os fatores macroeconômicos exercem sobre a estabilidade bancária nestas economias, segue-se que, por melhor desenhadas que sejam suas redes de segurança financeira e por menor que seja a disposição a assumir riscos por parte dos bancos locais, as flutuações macroeconômicas tendem a tornar mais vulneráveis esses últimos. Afinal:

(1) face à volatilidade nos fluxos de capital externo que caracteriza estas economias, a estabilidade da taxa nominal de câmbio e de preços se faz acompanhar por ciclos reais mais acentuados, inclusive em decorrência dos movimentos das taxas reais de juros que forçosamente acompanham contra-ciclicamente os voláteis ingressos de capital; e

(2) a instabilidade potencial torna-se ainda mais intensa quando se trata de estabelecer tal regime em economias grandes (conclusão na verdade passível de extensão a qualquer regime de taxas ultra-rígidas de câmbio em economias grandes). No caso de tais economias, é maior a probabilidade e a importância relativa de assimetrias entre choques e ciclos domésticos e no resto-do-mundo, assimetrias para as quais a flexibilidade nominal do câmbio constitui um instrumento de ajuste que é abdicado com o *currency board*. Taxas reais de câmbio, neste regime cambial-monetário, só são ajustáveis na presença de grande flexibilidade de preços nos setores de bens não-comercializáveis (*non-tradables*), uma propriedade distante da evidência encontrada em economias emergentes.

(4) Não sendo, porém, bi-unívoca a relação entre, de um lado, *currency boards* e, de outro, disciplina fiscal e redes de segurança financeira com condições restritivas de acesso e com elevado conteúdo de auto-regulação dos bancos.

1 Determinantes de crises bancárias em economias emergentes: aspectos macroeconômicos

As crises bancárias tendem a gerar maiores externalidades negativas para o resto da economia do que qualquer outro setor financeiro ou produtivo (Stiglitz, 1998) (Canuto & Ferreira Jr., 1999). Este aspecto distintivo soma-se à vulnerabilidade bancária diante de riscos sistêmicos de iliquidez, como justificativa para as redes de segurança financeira.

Podemos incluir entre aquelas externalidades:

- o uso de recursos públicos para recapitalização de bancos em dificuldades, particularmente quando a escala dos resgates ultrapassa os limites estritamente monetários, em nível do balanço do banco central, e passa a exigir aportes orçamentários do governo;
- o *credit crunch*, ou seja, o arrocho quantitativo de crédito e/ou ampliação das margens de *spread* entre taxas de captação e aplicação, criando ou amplificando declínios da atividade no lado produtivo da economia. O problema é particularmente agudo em economias – como as emergentes – baseadas no crédito bancário, nas quais os bancos, além de constituírem o sistema de meios de pagamento, são os maiores detentores de ativos financeiros, financiam as atividades financeiras não-bancárias e carregam grande parte dos títulos da dívida pública;
- a intensificação dos problemas informacionais e de suas conseqüências em termos de seleção adversa e risco moral. Durante crises financeiras, os primeiros a aceitar taxas de juros mais altas serão os menos merecedores de crédito e tende a cair a qualidade dos investimentos na economia. Além disso, o próprio processo de resgate de bancos pode reduzir os interesses privados no monitoramento futuro do comportamento dos bancos;
- as relações usuais entre os instrumentos monetários e as metas intermediárias e finais da política monetária são subvertidas em situações de crise bancária, não apenas no que tange à previsibilidade mínima essencial à política monetária, como também nos limites colocados sobre esta pelas possibilidades de falência bancária. Condições de fragilidade bancária impedem ou limitam o eventual uso de elevação de taxas de juros como instrumento de gestão macroeconômica;
- nas economias emergentes, integradas às finanças globais, crises bancárias podem implicar fuga de capital e subseqüentes problemas de balanço de pagamentos. Kaminsky & Reinhart (1998a) mostraram que, desde o início dos anos 80, a presença de crises bancárias tornaram-se indicador de problemas com

balanços de pagamentos em economias emergentes, qualquer que seja a direção da causalidade entre ambos. A experiência de saída de capital do Japão e desvalorização do iene que suscitou operação conjunta entre o *Fed* e o Banco do Japão, no ano passado, é demonstração de que economias avançadas também podem defrontar-se com crises cambiais decorrentes de fragilidade bancária; e

- conforme exemplificado pelas experiências durante as crises asiática e russa, as externalidades negativas de crises bancárias em certos pontos do sistema financeiro global podem alcançar grande amplitude.

Na explicação das diversas crises bancárias em economias emergentes, pela literatura citada na introdução deste trabalho, aparece um conjunto de elementos macroeconômicos. As economias emergentes estariam sujeitas a maior **volatilidade macroeconômica**, ora originando-se de suas relações com o exterior, ora provindo de seu âmbito doméstico. Não se trata simplesmente de maior flutuação, mas do fato de que o resultado médio final finda sendo pior, em termos de desempenho, do que aquele encontrado nos casos com maior estabilidade.

Do lado externo, as flutuações nos termos de troca de grande parte das economias emergentes são mais acentuadas, particularmente nos casos de economias menores e/ou com maior especialização setorial em suas pautas de exportação. O impacto da volatilidade sobre os clientes domésticos afeta indiretamente os ativos bancários, particularmente nos momentos de baixa de preços de exportação e conseqüentes riscos de falência no aparelho produtivo.

A volatilidade nas taxas reais de câmbio também afeta direta e indiretamente os bancos nas economias emergentes. O efeito é direto sobre os bancos quando há descompassos entre seus ativos e passivos, em termos de discrepâncias entre eles na denominação monetária e/ou distância muito acentuada entre seus prazos de maturação. Indiretamente, os tomadores de empréstimos afetados pela volatilidade podem vulnerabilizar as carteiras bancárias.

Da mesma forma, a volatilidade nas taxas de juros internacionais repercute com maior intensidade relativa sobre os fluxos de capital para as economias emergentes, cujos traços peculiares incluem exatamente a dependência macroeconômica em relação a tais fluxos sensíveis aos diferenciais entre taxas de juros domésticas e externas. Ciclos de expansão e retração no crédito bancário acompanham as oscilações neste movimento de capital externo, dado que as magnitudes relativas deste movimento dificultam a esterilização integral de seu impacto monetário pelas autoridades monetárias.

A volatilidade no crédito bancário tem um efeito deletério porque, entre outros aspectos, o momento de boom tende a acontecer com deterioração na qualidade média dos ativos em carteira, em decorrência de sua velocidade de criação perante o leque de oportunidades de investimento produtivo. Além disso, quando muda o sinal do ingresso de capital e do crédito bancário local, o caráter abrupto da mudança implica desconfiança quantos aos bancos e sua vulnerabilidade sistêmica.

No lado doméstico, a volatilidade nas taxas de inflação e/ou no crescimento econômico, repercutindo ou causando os elementos de volatilidade externa acima mencionados, prejudica inclusive a avaliação de riscos de crédito. A instabilidade macroeconômica implica menor transparência quanto aos fundamentos microeconômicos e, por conseguinte, na segurança bancária.

O ciclo de crédito – e suas contrapartidas nos preços de ativos em geral e no ciclo macroeconômico – também pode ter origens domésticas, não emergindo necessariamente dos ciclos de ingresso e saída de capital. Este é o caso particularmente das economias emergentes maiores, ainda que a presença de restrições de divisas seja traço constitutivo de todas. O ciclo creditício de origem doméstica resulta em problemas similares àqueles mencionados no caso dos ciclos causados pela volatilidade nos fluxos de capital externo. De qualquer modo, os ciclos macroeconômicos e de crédito nas economias emergentes, nos anos 90, têm-se associado inegavelmente aos movimentos de capital externo, no contexto das finanças globalizadas.

A recorrência de expansões e crises macroeconômicas a partir da alternância entre ondas de otimismo e pessimismo no conjunto dos agentes econômicos, com os bancos cumprindo papel propagador, foi desenvolvida teoricamente nos trabalhos de Minsky (1986) e examinada historicamente por Kindleberger (1978). Mais recentemente, tem-se desenvolvido intensa literatura teórica oferecendo microfundamentos, na explicação de tais surtos de otimismo e pessimismo a partir da racionalidade do mimetismo e dos comportamentos em manada (veja, por exemplo, Artus, 1995). Problemas em fundamentos macroeconômicos subjacentes a crises acabam sofrendo propagação, mediante o comportamento em manada, a qual torna a crise mais acentuada do que apontariam suas causas fundamentais.

Não haveria em princípio diferença intrínseca entre economias emergentes e avançadas quanto à possibilidade de ciclos locais no estilo Minsky-Kindleberger. Por outro lado, Calvo (1998; 1999) formula uma análise do atual ciclo de expansão

e retração nos fluxos de capital para economias emergentes a partir do mimetismo, o qual se torna comportamento atraente para parcela dos aplicadores dos países avançados nas economias emergentes. Dados os custos informacionais maiores para aplicadores em escala global, em comparação com a circulação de capital dentro das próprias economias de origem, a interação entre investidores informados e seus imitadores acaba se fazendo presente, com correspondentes configurações de super-expansão e retração súbita. Presumivelmente, custos informacionais a respeito das economias emergentes são maiores e, por conseguinte, também maior tende a ser a presença do mimetismo racional e da instabilidade destacada por Calvo.

Na origem do boom de capital para economias emergentes dos anos 90, ou seja, no lado dos sistemas financeiros das economias avançadas, certamente esteve presente um excesso de otimismo quanto às possibilidades de absorção sustentável e rentável de capital nas economias emergentes, a partir das reformas estruturais nestes implementadas (Krugman, 1995). Este super otimismo reforçou os incentivos criados pela abundância de liquidez nas economias avançadas (Van't dack, 1998).

Nas origens daqueles fluxos, havia disponibilidade em abundância de liquidez, além de grande apetite para tomar riscos e euforia na interpretação das reformas liberalizantes nas fronteiras emergentes. Segundo dados *do Bank for International Settlements* (BIS), citados por Van't dack (1998), o volume líquido de empréstimos bancários internacionais, depois de crescer a taxas anuais de 5% em 1993 e 1994, passou a aumentar ao ritmo de 10% ao ano em 1996 e 1997. Na verdade, enquanto, entre meados de 1995 e meados de 1997, o total dos créditos no exterior reportados ao BIS pelos bancos dos países avançados elevou-se anualmente à taxa média de 3%, o ritmo foi de 9% ao ano para a América Latina e 19% ao ano para os emergentes da Ásia.

O grosso dos fluxos de crédito bancário para as economias emergentes – sob a forma de empréstimos diretos ou financiando investimentos externos em títulos destas regiões – não se materializou em substituição ao crédito bancário nas próprias economias avançadas. Grande parcela dos rendimentos das operações era redepositada em mercados financeiros *off-shore*, amplificando o mercado interbancário internacional fora de alcance dos bancos centrais das economias avançadas. Em tal circuito, a multiplicação de liquidez e crédito internacional pôde manter-se livre de restrições, além de permitir menor exposição aberta das matrizes das instituições participantes, em suas economias de origem.

Como seria de se esperar a partir de tais origens, outra característica comum aos emergentes foi o crescente encurtamento do prazo médio de vencimentos dos títulos, especialmente após a crise mexicana. Mais da metade dos papéis de economias emergentes nas carteiras dos bancos tinha, ao final de 1997, menos de um ano até seu vencimento. Como se sabe, foi também generalizado o uso de cláusulas permitindo a antecipação de vencimentos em vários tipos de instrumentos de aplicação naquelas economias.

Compreende-se então porque a possibilidade de grandes e súbitos deslocamentos nos fluxos de capital tende a durar como traço marcante nas economias emergentes. Nas fases expansivas dos créditos para uma ou mais economias emergentes, tem-se números crescentes de instituições em desenfreada corrida competitiva para participar do fluxo, dispondo do circuito interbancário internacional para fornecer *funding* a baixo custo. Uma vez mudado o sinal do ciclo de crédito, a presença significativa de comportamentos em manada e de pânico se manifesta nas paradas bruscas e desordenadas de recursos, bem como na experiência generalizada de *overshootings* de taxas de câmbio e de inflação e/ou de retração de crédito e recessão.

As experiências com retração súbita e significativa na entrada de recursos – após período de forte ingresso – e os conseqüentes impactos financeiros – sobre os setores público e/ou privado – incluem as crises financeiras na Turquia e na Venezuela em 1994, no México em 1994/95, na Argentina em 1995, na Ásia (Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas e Coréia do Sul) em 1997/98, na Rússia em 1998 e no Brasil em 1998/99. Em cada um dos casos de crise, desenvolveram-se aspectos específicos de vulnerabilidade durante a fase expansiva de ingresso de capital, os quais vieram a disparar a mudança de sinal neste ingresso e as subseqüentes crises.⁵ Como origem comum do surto maciço de entrada de capital, porém, pode-se localizar o super-otimismo com a periferia emergente e a liquidez disponível no centro da economia global ou nos canais interbancários internacionais livres.

(5) Feldstein (1999) estabelece uma taxonomia de fatores de disparo ou de propagação presentes nas crises recentes nas economias emergentes: problemas de déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos (México, Tailândia), descompassos patrimoniais públicos ou privados quanto à denominação monetária (Coreia), corridas bancárias em função de descompassos patrimoniais em termos de moeda ou de prazos (todos os asiáticos) e contágio (Argentina pós-México, Ásia pós-Tailândia, Brasil pós-Rússia). Os fatores se reforçaram, não sendo excluídos. No caso brasileiro, o contágio pós-Rússia abateu-se sobre um quadro de fragilidade fiscal e em termos do balanço de pagamentos em conta corrente.

Um aspecto macroeconômico também crucial corresponde aos regimes cambiais. Conforme apontado por Sachs (1998), um dos elementos encontrados em vários dos casos de crise financeira acima citados foi o prolongamento no tempo de taxas de câmbio super-valorizadas, quer estivessem vigentes regimes de câmbio fixo, com bandas estreitas de flutuação lentamente ajustáveis ou não, ou de *currency board* (objeto do próximo item).

Após períodos iniciais em que eventos de origem externa e/ou interna suscitarão temporária valorização real na taxa de câmbio de equilíbrio, a reversão desta foi tentativamente impedida, ainda que ao custo de exaustão nas reservas de divisas e uma subsequente desvalorização cambial. O processo de crise financeira e desvalorização cambial em espiral, uma vez disparado e aprofundado pelo pânico e fuga maciça de capital, desdobrou-se em um *overshooting* macroeconômico em direções opostas às da primeira etapa. Nos casos do México, dos asiáticos com câmbio rígido e do Brasil, o ciclo tendeu ou vem tendendo a concluir-se com a reversão parcial deste *overshooting*.

Kaminsky & Reinhart (1998a, 1998b) também apontam a presença de “crises gêmeas” nos bancos e no balanço de pagamentos, com causas comuns derivadas da dinâmica “perversa” intrínseca a programas de estabilização com base na taxa de câmbio. De início, o resíduo inflacionário, que se estabelece antes de completar-se a convergência da inflação local com a mundial, leva à valorização cambial em termos reais. Esta valorização, em conjunto com um boom de importações e de crescimento pós-estabilização, por sua vez tendem a provocar déficits em conta corrente crescentes e financiados via empréstimos externos.

Com a continuidade destes déficits, os mercados financeiros passam a acreditar na insustentabilidade do programa e promovem ataques especulativos. Visto que o boom em geral envolve a expansão dos créditos bancários, com os bancos cumprindo o papel de canais de captação dos recursos externos, a crise bancária acompanha a virada de sinal no capital externo e nos preços de ativos, acompanhando a crise cambial. O Brasil seria uma variante, na qual mantiveram-se baixas as taxas de investimentos privados e de alavancagem e exposição a riscos por parte dos bancos, e onde o boom de entrada de recursos teve o endividamento público crescente como contrapartida em termos de passivos. A insustentabilidade do programa, independentemente do disparo da crise ter se dado via contágio pós-Rússia, era derivável dos déficits correntes no balanço de pagamentos e do caráter explosivo do endividamento público.

Há uma tendência em favor da idéia de haver necessidade de maior flexibilidade nos regimes de câmbio, na expectativa de que suas flutuações em resposta imediata aos choques de ingresso e saída de capital – além das demais fontes de choque, como os termos de troca, mudanças no estado de confiança e na avaliação de riscos do país etc. – atenuem os incentivos a ataques especulativos. Por outro lado, há ainda aqueles que defendem, como alternativa, a implantação de *currency boards* “ortodoxos” e suas implicações em termos de política monetária e de redes de segurança, as quais examinaremos no item 4.

Antes, contudo, cabe examinar o debate recente sobre redes de segurança financeira, bem como os fatores microeconômicos das crises bancárias em economias emergentes.

2 Riscos sistêmicos e redes de segurança financeira

“Falhas de coordenação do mercado financeiro” acontecem quando situações patrimoniais individuais solventes (sustentáveis em termos de risco e rentabilidade) são transformadas em insolventes, não em decorrência de atributos dos fundamentos de seus ativos e passivos, mas de temporárias e reversíveis situações de escassez de liquidez nos mercados de seus ativos. Falham então os mecanismos de ajuste de mercado, com este gerando resultados ineficientes, na medida que a precificação de ativos e das estruturas patrimoniais afetadas afasta-se profundamente de seus fundamentos.

O problema é grave quando há sua transmissibilidade sistêmica, via contágio de escassez de liquidez entre os mercados de ativos ou, adicionalmente, via contágio expectacional sobre a confiança nas estruturas patrimoniais envolvidas. Choques isolados, incluindo a manifestação de insolvência de estruturas patrimoniais individuais, podem ocasionar ondas de choque de desaparecimento imediato de liquidez por sobre outros mercados e instituições financeiras. A repercussão das ondas, ao invés de provocar impactos temporários durante o período de ajustes, pode levar a alterações permanentes (falências) sem que estas se justifiquem por mudanças nos fundamentos.

Trata-se de um **risco sistêmico**, na medida que não se deriva das propriedades intrínsecas de risco dos portfólios individuais (OCDE, 1991) (Herring & Litan, 1995; Aglietta, 1998). A ineficiência a ele associada decorre da destruição de capital que não ocorreria em condições normais de funcionamento do sistema –

inclusive o “capital informacional”, específico e não-transferível, acumulado pelos intermediários financeiros em relação a seus clientes (Stiglitz, 1998).

Os bancos são as vítimas potenciais, por excelência, de colapso por contágio. Funcionam com uma intrínseca fragilidade financeira, na medida que o contraste entre, de um lado, a liquidez e rigidez de valor dos passivos e, de outro, a iliquidez dos ativos os torna particularmente vulneráveis em situações de liquidação. Corridas aos bancos, ou seja, retirada massiva de depósitos, encontra as instituições às voltas com rigidez de compromissos, enquanto seus ativos só podem ser liquidados com grande desvalorização.

Por isso mesmo, além da supervisão e regulação que controle o grau de exposição e vulnerabilidade dos bancos, há muito se considera conveniente a presença de esquemas formais de seguros de depósitos para proteger o valor destes e garantir a normalidade no sistema de pagamentos.⁶ Adicionalmente, há também a atuação do banco central como emprestador em última instância. De sua posição externa ao sistema bancário, o banco central pode injetar liquidez em bancos específicos, mediante empréstimos a estes, e assim conter os contágios de falta de liquidez e a ineficiência correspondente em termos de falências desprovidas de razões em fundamentos de ativos e passivos. Os mercados interbancários de crédito, acompanhando a compensação, facilitam a circulação de liquidez em tempos normais e também podem ajudar contra o risco sistêmico.

A expressão **rede de segurança financeira** designa o conjunto de regras e instrumentos (seguros de depósitos, empréstimos em última instância) para contenção dos riscos sistêmicos associados à vulnerabilidade financeira bancária e a outros distúrbios de caráter abrangente (Calomiris, 1997; Brock, 1998). Redes de segurança e sistemas de regulação – requisitos de capital, mecanismos de supervisão, regras de recapitalização, regras de entrada e fechamento de instituições etc. – foram emergindo e evoluindo, ao longo do tempo, para lidar tanto com as falhas de mercado derivadas da assimetria de informações, quanto com as colocadas pela vulnerabilidade financeira intrínseca à atividade bancária.

As redes de segurança transferem riscos para o governo, ao mesmo tempo em que promovem o “aprofundamento financeiro”. Como observa Brock (1998: 1):

“Assim como os bancos podem carregar o risco residual de muitos projetos diversificados de forma melhor que agentes individuais, o governo, ao segurar um conjunto diversificado de bancos, pode carregar o risco residual de falência bancária de modo melhor que qualquer conjunto de depositantes em um banco individual. A despeito de se dizer freqüentemente que a

(6) Sobre as tendências recentes na supervisão e regulação bancária, nas economias avançadas e na atividade bancária internacional, veja Canuto & Lima (1999).

melhor rede de segurança é aquela que resulta em participantes do mercado comportando-se como se ela não existisse, o fato é que redes de segurança bancária bem delineadas **devem** alterar o comportamento bancário e aprofundar a intermediação financeira, mediante alguma transferência de risco para o governo”.

Por outro lado, a presença de redes de segurança cria problemas próprios de seleção adversa e risco moral, além dos naturalmente gerados pela presença de assimetrias de informação nas transações financeiras. A existência de seguros de depósitos e/ou de empréstimos do banco central aumenta os incentivos dos bancos a incorrer em riscos, o que finda elevando a probabilidade de recurso aos primeiros (Mishkin, 1992). Da mesma forma, há um efeito em termos de seleção adversa no tocante aos tipos de empresários que são atraídos a investir no ramo bancário, com as redes funcionando como estímulo à entrada de empresários mais propensos ao risco. Necessidades específicas de supervisão e regulação se colocam para enfrentar tais problemas.

Uma rede de segurança será tão melhor quanto consiga oferecer os benefícios de impedir os riscos sistêmicos e estimular o aprofundamento financeiro, com o mínimo de custos derivados da transferência de risco para o governo. Na extensão em que uma rede de segurança formalmente estabelecida fracasse na antecipação de problemas, será substituída por outra, *ex post*, na qual predominará a ação discricionária, ao invés de regras, na transferência de riscos para o governo (Brock, 1998).

Segundo parte da literatura sobre o tema, o seguro de depósitos, por exemplo, tende a distorcer o comportamento das instituições seguradas e a engendrar formas de risco moral que elevam os riscos bancários e os custos para o contribuinte. No caso do risco moral (*moral hazard*), trata-se de um problema de informação assimétrica que surge após a ocorrência da transação: o prestador corre o risco de que o emprestado, após receber o empréstimo, se engaje em atividades indesejáveis do ponto de vista daquele; uma vez obtido o empréstimo, o emprestado pode desenvolver atividades mais arriscadas, as quais, muito embora ofereçam retornos potencialmente maiores, oferecem riscos igualmente maiores.

A existência do seguro de depósitos, portanto, eleva os incentivos bancários para correr riscos, o que acaba aumentando a probabilidade de ocorrer o recurso ao seguro. Como os depositantes sabem que não sofrerão perdas no caso de uma falência bancária, deixam de impor ao banco a disciplina de mercado, o que, no caso, significaria retirar seus depósitos quando suspeitassem que o banco estivesse assumindo posições demasiadamente arriscadas. Consequentemente, os bancos

protegidos por seguro de depósitos podem acabar assumindo maiores riscos que numa situação em que esse depósito não existisse.

Adicionalmente, o risco moral criado por uma rede de segurança financeira cria outro dilema para os reguladores. Como a falência de um grande banco torna mais provável a ocorrência de uma instabilidade financeira de grandes proporções, os reguladores naturalmente relutam em permitir a quebra de um grande banco; no jargão da literatura sobre regulação e supervisão, um banco como esse é considerado “grande demais para quebrar” (*too big to fail*). Um problema com essa política, com efeito, é que ela aumenta os incentivos de risco moral para os grandes bancos. Na medida em que seus depositantes sabem que um determinado banco é visto como “grande demais para quebrar”, não terão incentivos para monitorá-lo e puni-lo com a retirada de depósitos caso o mesmo se engaje em operações excessivamente arriscadas.

Uma alternativa, por exemplo, seria o oferecimento de empréstimos de liquidez somente a bancos ameaçados por corridas bancárias cujos retornos líquidos prospectivos derivados de seus portfólios não justificassem essa corrida por parte dos depositantes. O objetivo das operações seria estritamente o de tornar desnecessária a liquidação antecipada – e, portanto, a custos não justificáveis em termos de fundamentos econômicos – de ativos e investimentos ilíquidos detidos por tais bancos.

Caso, entretanto, investigações detalhadas do banco central revelassem uma insolvência do banco – o valor prospectivo esperado de ativos inferior ao nível corrente de direitos de saque de seus depositantes – a opção seria então por seu fechamento. De qualquer modo, mesmo no caso de solvência com iliquidez merecedor do empréstimo, este deveria envolver taxas de juros punitivas e colaterais significativos, para demover riscos morais de repetição de episódios.

Esta é a chamada “doutrina de Bagehot” para o manejo do empréstimo em última instância, desenvolvida por este banqueiro-economista no final do século passado na Inglaterra e que constituía então a visão concretamente adotada pelo Banco da Inglaterra. A doutrina incorporava também a idéia de que as intervenções e empréstimos não deveriam ser previsíveis, mantendo-se uma “ambigüidade calculada” do banco central quanto a efetuar operações de salvamento (Aglietta, 1996).

Herring & Litan (1995) criticam a chamada “ambigüidade calculada” praticada, de fato, segundo eles, pela maioria dos bancos centrais, a saber, um

“comprometimento incerto” em prover assistência emergencial de liquidez às instituições para não comprometer a “disciplina de mercado”. Na sua visão, essa ambigüidade é falha e piora o problema por duas razões básicas: (a) por fornecer uma vantagem competitiva espúria aos grandes bancos, cujos depositantes esperam estar plenamente garantidos pelo banco central numa crise e (b) por não reverter de antemão as corridas bancárias por parte dos depositantes. Na verdade, sustentam, a incerteza quanto às intenções do banco central em fornecer assistência emergencial de liquidez pode acelerar essa corrida bancária.

Sendo assim, sua sugestão é que os bancos centrais anunciem explicitamente quais bancos serão socorridos e em quais situações. Essa política de pré-comprometimento deixaria claro quais bancos não serão socorridos, assegurando um papel significativo para a disciplina de mercado para esses bancos.

Independentemente de adotar-se a ambigüidade calculada ou o pré-comprometimento, uma dificuldade com a doutrina de Bagehot decorre do fato de que, conforme reconhecido pela própria teoria moderna da intermediação financeira, os ativos de um banco são bastante opacos, dificultando sua avaliação precisa por parte de um observador externo. Segundo Sharpe (1990) e Rajan (1992), por exemplo, essa opacidade deriva do fato de os intermediários adquirirem informações proprietárias sobre seus empréstimos ao longo do tempo, o que lhes permite obter ganhos de monopólio, de um lado, mas diminui a liquidez dos ativos do banco, por outro. Em situações de stress, torna-se difícil distinguir claramente a iliquidez da insolvência.

Neste aspecto, um mercado interbancário ativo para reservas líquidas geraria sinais adicionais para uso do banco central, mesmo que imperfeitos. Tais sinais estariam embutidos nas taxas de empréstimo dos bancos carentes de liquidez no mercado interbancário. O mercado interbancário e o prestamismo de última instância – particularmente atuando conjuntamente – constituiriam suporte e alternativa parcial ao seguro de depósitos governamental.

Há dificuldades, enfim, na adoção da doutrina de Bagehot. Conforme dito, nem sempre as informações disponíveis permitem discernir inequivocamente as situações de iliquidez com solvência. Além disso, aprofundamentos de crises e/ou elevação prolongada de taxas de juros podem tornar insolventes estruturas patrimoniais inicialmente sustentáveis.

Alguns autores – por exemplo, Calomiris (1997) – têm questionado de maneira ainda mais incisiva e profunda a própria segurança da maioria das redes de

segurança financeira atualmente existentes. Calomiris sugere a criação de uma rede de segurança por ele batizada de **rede de segurança pós-moderna**, cuja motivação seria evitar o abuso da proteção governamental que se concretiza quando os custos de acesso à rede de segurança por parte dos bancos não refletem adequadamente suas decisões quanto a correr riscos.

Na sua visão, qualquer reforma adequada do seguro de depósitos, por exemplo, deve: reduzir a propensão à tomada de correr riscos ou tornar o custo de proteção contra perdas dos depósitos bancários sensível ao grau de risco dos depósitos segurados. Em ambos os casos, se removeria o incentivo dos bancos para aumentar seus riscos em resposta a perdas de capital, já que não receberiam qualquer subsídio por esse aumento.

Em princípio, segundo ele, depositantes não-segurados teriam os incentivos necessários para monitorar e penalizar os bancos por assumirem posições de risco de ativos que aumentassem o risco de inadimplência dos depósitos. Existe, entretanto, um problema de informação assimétrica, na medida em que os riscos bancários não são suficientemente transparentes para um observador externo. Ou seja, na ausência de assimetria de informações não existiriam problemas de incentivos na rede de segurança, uma vez que a regulação do risco bancário, dado o custo nulo de observação do risco de depósitos, poderia ser facilmente realizada. Na ausência de assimetria de informações, contudo, também não haveria a necessidade de bancos e, muito menos, de uma rede de segurança bancária. Ironicamente, portanto, os problemas informacionais que dão origem aos bancos e ao desejo de uma rede de segurança (para evitar pânicos bancários) são os mesmos que dificultam sobremaneira a estruturação de uma rede de segurança bancária capaz de resolver os problemas de incentivos em questão.

Portanto, prossegue Calomiris, os requisitos de capital mínimo tradicionalmente utilizados como instrumento de regulação oferecem uma solução inadequada para os problemas de incentivo inerentes à montagem de uma rede de segurança, sendo duas as razões básicas. A primeira é que os padrões de capital contábil têm êxito quanto a restringir o risco somente na medida em que os reguladores assegurem que o valor contábil guarde uma relação próxima com o valor de mercado do capital. A segunda é que mesmo que a condição anterior seja atendida, padrões de capital não são suficientes para evitar que a tomada de posições mais arriscadas seja influenciada pelos subsídios oferecidos pela rede de segurança.

Com base nessas deficiências dos requisitos de capital mínimo, Calomiris (1997) apresenta uma proposta de reforma do seguro de depósitos, em direção de introduzir maior disciplina pelo próprio mercado, através de “requisitos de dívida subordinada”. Segundo o autor, este mecanismo teria a vantagem de viabilizar a geração dos incentivos desejados com um conjunto reduzido de regras regulatórias e sem recorrer a supervisores governamentais para analisar a situação do portfólio de empréstimos do banco.

Em linhas gerais, trata-se de estabelecer uma regra que obrigue os bancos a financiar uma fração mínima de seus ativos do tipo *non-reserve* com títulos de dívida (debêntures) subordinada (certificados de depósito não-segurados e sem direitos preferenciais em caso de falência) rendendo algo não muito superior à taxa sem risco. Esta regra forçaria os bancos a operar com posições de níveis baixos de riscos pela seguinte razão: os detentores dessa dívida subordinada somente a manteriam em seus portfólios se estivessem convencidos de que os riscos de alavancagem e de portfólio do banco são suficientemente baixos para assegurar aquele baixo rendimento sobre a dívida. Mesmo que houvesse aquisição cruzada de tais títulos entre os próprios agentes financeiros, instalar-se-ia a “auto-supervisão” e a “auto-regulação” no sistema.⁷

O sentido geral da proposta de revisão dos seguros de depósitos, na linha representada por Calomiris, tem sido o de reforçar a disciplina de mercado sobre os bancos, vale dizer, a pressão exercida sobre seus gerentes por parte de credores que não sejam segurados. Por exemplo, os depósitos a ser segurados seriam apenas os de pequenos montantes, provenientes de agentes sem meios de avaliar diretamente os riscos bancários, bem como aqueles estimados como o suporte direto dos meios de pagamento, dado serem estes os candidatos a originar distúrbios sistêmicos. Os outros tipos de passivos bancários, substitutos de instrumentos de dívida de mercado (certificados de depósito, títulos de médio prazo, *bonds*), ficariam fora de seguros oficiais.

(7) Na Argentina, uma lei promulgada em novembro de 1996 passou a exigir que os bancos financiem 2% de seus depósitos sob a forma de títulos de dívida “subordinada”, ou seja, algo na direção dessa proposta de Calomiris (1997). O requisito garante que, independentemente de existirem seguros para o resto dos passivos, aqueles 2% sob a forma de títulos sigam e reflitam a sinalização direta dos mercados. Nos termos deste autor: “A despeito de ser um começo modesto, o enfoque da Argentina pode estar abrindo um novo capítulo na história dos seguros de depósitos, um no qual a disciplina dos mercados privados atue em concerto com a proteção governamental, de modo a permitir a liberalização financeira com incentivos compatíveis. A perspectiva atraente é a de que a credibilidade da disciplina de mercado permitirá aos bancos penetrar em um conjunto mais amplo de atividades, sem haver o receio de que isso produza abuso da rede de segurança” (p. 36).

Enfim, com o redesenho dos seguros de depósitos de modo a diminuir suas tendências favoráveis aos riscos morais, a própria necessidade de recurso aos empréstimos em última instância também poderia ser reduzida. No tocante a estes empréstimos, os princípios da doutrina de Bagehot quanto a penalidades, bem como – quando possível – a demarcação entre situações de iliquidez e insolvência reforçariam a disciplina de mercado.

Os mecanismos mercantis de crédito entre bancos e entre estes e seus credores, ainda que imperfeitos substitutos dos mecanismos oficiais, deveriam economizar o uso destes últimos, de modo a obter-se uma proporção mais balanceada de mecanismos públicos e de mercado na rede de segurança financeira. Continuariam não-supérfluos os sistemas de supervisão e regulação bancária, para evitar a necessidade de ambos os seguros e empréstimos em última instância. Contudo, conforme a linha de argumentação exemplificada por Calomiris, haveria necessidade de utilizar, em maior grau, mecanismos de “auto-supervisão” e “auto-regulação” pelos próprios mercados financeiros. Como veremos a seguir, a questão da eficácia das redes de segurança financeira aparece com intensidade no caso dos mercados emergentes.

3 Determinantes das crises bancárias em economias emergentes: aspectos microeconômicos

Além das várias dimensões nas quais se apresenta a volatilidade macroeconômica como causa de crises bancárias em economias emergentes, conforme vimos no item 1, também são ressaltados **fatores microeconômicos** freqüentemente presentes nestas crises. Por fatores microeconômicos entende-se a estrutura de incentivos que rege o comportamento dos agentes envolvidos e seus efeitos nos portfólios e na alocação de recursos. A literatura aponta, nas economias emergentes, a presença freqüente e significativa dos usuais problemas com incentivos, abordados no item anterior, como manifestação do estágio institucional ainda “não-avançado” em seu desenvolvimento.

A implementação inadequada de processos de liberalização financeira tem sido reconhecida como causa freqüente de crises bancárias nas economias emergentes, particularmente quando aqueles processos se dão de forma rápida e abrupta, sem adaptação inclusive do regime de supervisão e regulação. No cenário pré-liberalização, os bancos operam em um ambiente concorrencial no qual regras

restritivas sobre taxas e formas de captação e aplicação – a “repressão financeira” – são compensadas pela proteção governamental. O ambiente competitivo não é indutor de investimentos em avaliação de riscos e em capacidade de monitoramento dos clientes.

Após a abertura no ambiente competitivo, os bancos tendem a revelar deficiências concorrenciais perante novos ingressantes e, inclusive, as inovações financeiras destes. Falta a estes bancos, no novo quadro, uma estrutura patrimonial – inclusive do “capital informacional” de Stiglitz (1994) – adequada ao novo contexto. Além disso, a própria redução no valor de suas franquias tende a torná-los mais propensos a assumir riscos, diante do acirramento da concorrência e de suas desvantagens nesta.

Conforme examinado por Diaz-Alejandro (1985), o resultado da liberalização, em tais condições, pode ser a acentuação da instabilidade bancária e financeira das economias antes às voltas com a “repressão financeira”. Além das já referidas distorções na estrutura de incentivos em decorrência do estágio preliminar de desenvolvimento institucional nos marcos da economia de mercado e a “disciplina” deste, acrescentam-se aquelas derivadas do ambiente concorrencial na transição mal conduzida.

Um problema correlato diz respeito ao “aprofundamento financeiro” precoce e sem solidez que apresentam algumas economias emergentes. Em geral, índices crescentes de valor dos agregados monetários mais amplos em relação ao PIB são vistos como um dos traços característicos da maturidade financeira que acompanha os estágios avançados de desenvolvimento econômico. Não necessariamente tem ocorrido assim nos casos das economias emergentes. Como observaram Goldstein & Turner (1996: 14) acerca do aprofundamento financeiro nestas economias:

“Se o crescimento dos passivos bancários for muito rápido em relação aos tamanhos da economia e do estoque de reservas externas; se os ativos bancários diferem significativamente dos passivos no tocante à liquidez, à maturidade e às moedas em que estão denominados; se o capital dos bancos e/ou as provisões para perdas com empréstimos não se expandem de modo a compensar a volatilidade nos ativos bancários; e se a economia está sujeita a grandes choques de confiança (alguns dos quais provenientes de eventos externos fora de seu alcance): pode-se ter então uma receita para crescente fragilidade do sistema bancário.”

Em relação às economias avançadas, há baixa presença de mecanismos desenvolvidos de *funding* de longo prazo para os bancos, no lado dos passivos, bem como de securitização no lado dos ativos – a qual permitiria maior liquidez e transferência de riscos. No caso da liquidez da carteira de ativos bancários, esta

acaba sendo tentativamente administrada com a predileção por empréstimos de curto prazo, títulos da dívida pública e/ou aplicações em ativos especulativos (inclusive imobiliários, quando há liquidez em seus mercados secundários). O sistema bancário é obrigado a defrontar-se com a seguinte disjuntiva:

- apresentar menor capacidade de alavancagem e disponibilidade de financiamento de investimentos de longo prazo para os tomadores de recursos do sistema; ou
- se aceitar assumir tal responsabilidade e os decorrentes graus de vulnerabilidade microeconômica, servir de grande propagador – e potencial vítima – dos elementos de vulnerabilidade macroeconômica.

Conforme examinado por Kaminsky & Reinhart (1998a; 1998b), as crises financeiras recentes na Ásia e na América Latina apresentam combinações de fatores macro e microeconômicos como os aqui descritos. Na versão original de Kaminsky & Reinhart (1998a), datada de 1995, as autoras haviam encontrado diferenças significativas entre os episódios de crise financeira nas duas regiões, inclusive a maior frequência e intensidade na América Latina. Em Kaminsky & Reinhart (1998b), porém, concluem que as diferenças regionais parecem estar se diluindo.

Algumas das diferenças na volatilidade das contas de capital nos balanços de pagamentos e dos setores financeiros teriam diminuído a partir da combinação, comum às duas regiões, entre mercados financeiros desregulamentados e máxima mobilidade de capital no contexto das finanças globalizadas. Com a ascensão relativa de capitais de curto prazo na composição dos fluxos de ingresso de capital externo e, ao mesmo tempo, com os booms de crédito alimentando os surtos de elevação de preços imobiliários e de ativos que antecederam o estouro de suas “bolhas” em 1997, a Ásia estaria revivendo os episódios pós-liberalização financeira da América Latina.

Vale observar uma diferença relevante entre os dois casos. Enquanto os riscos morais no caso asiático decorreram do recurso potencial e implícito às redes de segurança, na América Latina a experiência tem sido de recurso efetivo e explícito a mecanismos de socialização das perdas.

No ciclo que estilizam como representativo, Kaminsky & Reinhart propõem a conjunção entre, de um lado, fatores macroeconômicos – como sua visão da dinâmica intrínseca a programas de estabilização com âncora cambial, delineada no item 1 há pouco – e, de outro, a acentuação da volatilidade e seqüência de fases

de *boom-bust* por fatores microeconômicos como os aqui descritos. A liberalização financeira em contextos com distorções microeconômicas (tais como seguros implícitos de depósitos) seria responsável por super-alimentação do surto creditício e do subsequente colapso bancário. Da mesma forma, os impactos locais de alterações nas taxas de juros internacionais e nos fluxos de capital seriam amplificados pelos bancos em seu papel de intermediários, aumentando a probabilidade de, ao final do ciclo, ocorrerem corridas bancárias e crises financeira e cambial.⁸

Em resumo, a taxonomia sobre as crises bancárias em economias emergentes leva a crer que os objetivos perseguidos com os sistemas de supervisão e regulação e com as redes de segurança requerem uma dupla agenda. Por um lado, no plano microeconômico, o desenvolvimento e aprimoramento de instituições e estruturas de incentivos adequadas, incluindo os próprios elementos constitutivos da regulação. Por outro, no tocante aos aspectos macroeconômicos, a consistência intertemporal das políticas fiscal, monetária e cambial torna-se condição necessária e constitui-se talvez no campo de batalha mais árduo a ser enfrentado.

Mesmo com o cumprimento da dupla agenda, permanece a dúvida sobre a suficiência de taxas flexíveis de câmbio e do manejo fiscal e monetário para manter tal consistência macroeconômica diante dos choques provenientes do exterior, inclusive das ondas de disponibilidade e escassez de capital, particularmente – conforme vimos no item 1 – se prevalecem os aspectos na origem dos fluxos de capital ressaltados na linha Minsky-Kindleberger ou em suas versões com microfundamentos. Os fatores externos aos emergentes – *push factors*, na origem – ocupam maior papel explicativo nos fluxos de capital do que os fatores domésticos – *pull factors*, no destino (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993; 1996).

Portanto, as tentativas de gestão macroeconômica intertemporalmente consistente, em conjunto com a reformulação de redes de segurança bancária, nas economias emergentes, não conseguiriam por si só alterar endogenamente o perfil volátil de grande parcela dos fluxos de capital externo. Políticas específicas

(8) O caso da liberalização-*cum*-distorções se aplicaria à experiência original do Cone Sul latino-americano e à asiática recente, enquanto a super-transmissão de choques de liquidez externa seria comum inclusive ao México. No caso do Brasil, conforme ressaltamos na nota anterior, ao final do ciclo foi menor o grau de vulnerabilidade em primeira instância dos bancos, com a dívida pública constituindo-se no absorvedor em última instância do processo.

voltadas para o enfrentamento de tal volatilidade tornam-se necessárias (Feldstein, 1999).⁹

Por sua vez, como veremos a seguir, as conseqüências potenciais da volatilidade nas relações externas da economia emergentes colocam-se ainda com mais força na opção diametralmente oposta, vale dizer, levar ao limite a rigidez cambial mediante implantação de regimes de *currency board*.

4 Regimes de *currency board*¹⁰

Diferentemente de outros regimes que combinam conversibilidade cambial e taxas de câmbio rígidas ou administradas, no *currency board* a credibilidade do compromisso de conversibilidade a taxas fixas é buscada com a manutenção de reservas externas (divisas, ouro ou outros ativos líquidos) em geral acima do valor correspondente de moeda local em circulação. Caso seja implantado de forma “pura” ou “ortodoxa” (com obediência estrita das regras), o *currency board* restringe fortemente, em nível doméstico, as funções clássicas do banco central.

O volume de dinheiro local passa a depender automaticamente da disponibilidade de reservas externas oficiais que lhe sirvam de lastro. Diante de variações nessa disponibilidade, restam as alternativas de adequar o montante de moeda local em circulação e/ou de mudar em sentido inverso as taxas domésticas de juros, como forma tentativa de reverter a variação de reservas.

Por seu turno, o papel de prestador em última instância cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, visto que o banco central fica proibido de variar autonomamente os montantes de passivos contra si próprio em moeda local. Trata-se de uma espécie de delegação das funções monetárias ao exterior, visto que a política monetária (volume de liquidez, taxas de juros, recursos para redes de segurança financeira etc.) passa a depender do montante líquido de

(9) Há que se observar, por outro lado, o fato de que nem todos os analistas concordam quanto à opinião de que a volatilidade nos fluxos de capital para as economias emergentes mantém alguma exogeneidade em relação à gestão macroeconômica e cambial e à estrutura de incentivos locais para os bancos. Para Mishkin (1999), por exemplo, a volatilidade nos fluxos de capital para a Ásia foi sintoma e não determinante das crises. Já autores como Feldstein (1999) e outros citados acima no texto, como nós, sem negar a relevância dos fatores microeconômicos, preferem não creditar apenas à gestão cambial, fiscal e monetária doméstica a responsabilidade pelo lado macroeconômico das crises nas economias emergentes.

(10) A lista de países atualmente com *currency boards* inclui Argentina, Hong Kong e alguns da Europa Oriental (Estônia, Lituânia, Bulgária e Bósnia).

créditos externos privados ou públicos para o país e/ou de superávits acumulados na conta corrente do balanço de pagamentos.

Isto ocorrerá quer o *currency board* monopolize a responsabilidade de retenção de divisas ou permita a coexistência entre a moeda por ele emitida e algum sistema de crédito erigido a partir de reservas de divisas dos agentes privados. Por outro lado, a coexistência abre a possibilidade de que, em tese, parte das fugas da moeda local venham a ocorrer dentro do próprio sistema bancário doméstico, sem necessariamente implicar fuga de capital do país e conseqüentes crises de liquidez dos bancos locais. Neste caso, o *currency board* perde divisas para os bancos e vê-se obrigado a destruir moeda local, mas ao menos não diminui o volume total de liquidez nos bancos e na economia. O suposto é o de que a fuga não corresponda a crise de confiança no próprio sistema bancário.

A limitação aos empréstimos em última instância, no *currency board* “ortodoxo”, não é absoluta porque ainda permanece certa margem de manobra no manejo das reservas disponíveis. No entanto, este manejo sofre circunscrição estrita.

O banco central clássico tem, como contrapartida da base monetária (moeda em poder público mais depósitos dos bancos comerciais no banco central) que compõe seu passivo, tanto reservas em ativos líquidos estrangeiros quanto ativos domésticos públicos e privados. Quando abre empréstimos aos bancos comerciais para que estes elevem suas reservas, em seu lado passivo, o banco central acumula, em contrapartida nos ativos, os títulos de crédito correspondentes e/ou outros colaterais da operação. A não ser que, ao mesmo tempo, o banco central esterilize o aumento da base monetária mediante venda ao público de outros ativos detidos em sua carteira, haverá impacto de expansão da moeda em circulação.

Ora, no *currency board* “ortodoxo”, a base monetária no dinheiro doméstico tem que manter-se abaixo dos limites ditados pelo estoque de reservas externas, o que tende a impor a esterilização imediata de tais impactos monetários, a partir pelo menos de certo ponto. Há, portanto, margem apenas para redistribuição dos depósitos dos bancos comerciais junto ao *currency board*, entre os próprios. Além disso, caso haja fuga da moeda local, essa capacidade de redistribuição de depósitos bancários na moeda local perde sua significância quantitativa, independentemente de as reservas externas oficiais perdidas permanecerem ou não no âmbito doméstico.

Pelos mesmos motivos patrimoniais, no balanço do banco central, torna-se também limitado o financiamento público pela via monetária. Os títulos governamentais não podem ser carregados nos ativos do banco central, com sua contrapartida de elevação de depósitos dos bancos comerciais, em montantes que impliquem por em risco a proporcionalidade entre oferta monetária e reservas externas. Evidentemente, a causalidade não opera no sentido inverso, ou seja, a limitação ao financiamento monetário do gasto público não supõe a presença de um *currency board*.

O financiamento de gastos públicos acima da arrecadação tributária e outras fontes de receitas torna-se estritamente dependente da absorção de títulos pelo público local ou no exterior. Por sua vez, os empréstimos em última instância aos bancos locais, em níveis além do permitido pela redistribuição da base monetária, passam a depender de aportes adicionais de recursos externos que viabilizem a expansão dos meios de pagamento em moeda local.¹¹

No *currency board*, a vigência de mecanismos mais duros de “disciplina de mercado” sobre os bancos – em decorrência dos limites rígidos à política monetária e, por conseguinte, ao exercício das funções de emprestador em última instância pelo banco central – induz os bancos a deter maior liquidez em suas carteiras de ativos. Como consequência, reduz-se qualquer disposição que haja quanto a elos locais de alavancagem de investimentos de longo prazo ou de baixa liquidez através do crédito bancário. Cumpre observar, não obstante, que a causalidade também não é bi-unívoca no caso, ou seja, em princípio não se supõe um *currency board* para que a rede de segurança financeira e o perfil dos portfólios bancários tenham tais características.

A adoção do *currency board* pretende oferecer – como fontes de credibilidade e de taxas médias de juros mais próximas daquelas vigentes nas economias emissoras dos ativos líquidos que lhe sirvam de lastro – a previsibilidade do comportamento regido por regras rígidas e a garantia de conversibilidade plena à taxa cambial fixada. No fundo, é como se fosse parcialmente tomada de empréstimo

(11) Na Argentina, foi constituído um mecanismo de acesso governamental a liquidez para ser provida ao sistema financeiro, em situações de choques de liquidez, sem comprometer os limites estritos do *currency board*. Este mecanismo foi buscado mediante negociação de linhas de crédito junto a um consórcio de bancos internacionais, linhas a ser acionadas em momentos de crise. Tais linhas estão destinadas a funcionar como um fundo para operações de empréstimos em última instância, mas **financiado por via fiscal** e não monetária, constituindo parte do orçamento público. Pode-se presumir também que o grau de internacionalização do sistema bancário a ser beneficiado pelo programa facilitou a colocação das linhas em disponibilidade. O esquema supõe, evidentemente, credibilidade fiscal no longo prazo.

a credibilidade monetária do(s) país(es) emissor(es) do(s) ativo(s) líquido(s) que sirva(m) como lastro. Abdicar da autonomia nas políticas cambial e monetária traria, como contrapartida, menores taxas de risco atribuídas à economia local, no contexto das finanças globais.¹²

Por um lado, o regime elimina ou reduz fortemente choques e ciclos de crédito e de inflação com origem doméstica. Por outro, porém, amplia-se a sensibilidade do país em relação a choques ou ciclos provenientes de suas relações com o exterior, dado que a taxa de câmbio e a liquidez doméstica deixam de estar disponíveis enquanto variáveis de ajuste.

Desde logo, a rigidez do compromisso de conversibilidade a uma paridade fixa se torna dramática se algum excesso de inflação em relação à externa levar à supervalorização da moeda local, levando-se inclusive em conta que o regime em geral é adotado com forte motivação anti-inflacionária.¹³ Para ocorrer tal valorização cambial, basta permanecer algum resíduo inflacionário nos primeiros momentos após a implantação, até que eventualmente a inflação doméstica convirja para a inflação mundial. Mesmo que, no instante da implantação, a paridade estabelecida incorpore alguma estimativa de tal inflação residual, a economia ficará sujeita a mudanças posteriores de taxas reais de câmbio e de competitividade externa decorrentes de choques domésticos de preços de bens não-comercializáveis.

Da mesma forma, choques nos termos de troca do país não mais podem ter seus efeitos domésticos atenuados via taxas de câmbio. Por seu turno, as flutuações cíclicas na economia mundial transmitem-se diretamente sobre a economia “real” doméstica, na ausência de ajustes cambiais e de taxas de juros que amortecem tais impactos. O *currency board* constitui, no fundo, uma aposta de que há maior estabilidade nas relações externas da economia do que em sua dinâmica doméstica.

Contudo, conforme vimos no item 1, a volatilidade caracteriza grande parcela dos fluxos de capital para economias emergentes. No *currency board*, essa instabilidade na conta de capitais é transmitida para dentro diretamente através da

(12) Em relação à adoção voluntária da moeda do principal país de referência – como na “dolarização” – a diferença principal repousa na *seigniorage* que o *currency board* pode auferir na diferença entre os rendimentos dos ativos líquidos externos de reserva e dos passivos correspondentes à base monetária na moeda local. Esses ganhos se dissipam se há afastamento dos residentes em relação à moeda local. Neste caso, abre-se uma disjuntiva: quebra-se o *currency board* ou a economia avança para a utilização direta da moeda estrangeira.

(13) O *currency board* da Argentina, por exemplo, foi implantado após surtos de hiperinflação, três grandes ondas de colapsos bancários em 1980-82, 1985 e 1989 - com elevados custos em termos de proporção no PIB (Goldstein & Turner, 1996) – e um longo período de baixo desempenho em termos de crescimento. Foram abolidos os seguros de depósitos em 1992 e, com exceção de algumas instituições sob controle governamental, o setor bancário privado passou a operar com seus próprios esquemas.

liquidez e/ou das taxas de juros na moeda local, sem os movimentos na taxa nominal de câmbio e sem políticas monetárias compensatórias. Por mais que o *currency board* auxilie na obtenção de credibilidade monetária e inflacionária no exterior, não torna a economia local infensa a contágios de liquidez e de expectativas, choques de confiança externa por outras causas ou choques nas próprias taxas de juros das economias centrais de referência. O caráter “emergente” da economia não é suprimido pelo regime e sua diferenciação em relação às economias avançadas não é eliminada. A volatilidade nos fluxos de capital remanescente, por sua vez, transmite-se diretamente sobre o lado “real” da economia doméstica, na ausência de amortecimento via taxas de juros e de câmbio.

Tomando-se como referência os fatores macroeconômicos presentes nas crises bancárias em economias emergentes, mencionados no item 1, observa-se que, independentemente dos traços constitutivos da rede de segurança financeira e do apetite por riscos no sistema bancário local, este não fica livre dos choques adversos de origem externa. Além dos impactos indiretos através da debilitação financeira dos clientes domésticos dos bancos, no lado “real” da economia, há que se observar o fato de que, caso se instale uma crise de confiança na solidez do sistema bancário local, pode ser disparada uma corrida bancária e a fuga de moeda do país, em lugar de ocorrer meramente a substituição de moedas nos patrimônios bancários domésticos.

A elevação automática das taxas de juros domésticas, em tais situações, pode acentuar a propagação financeira da crise e o *credit-crunch*, agravando a corrida bancária. Reabre-se, portanto, a suscetibilidade da economia a ataques especulativos desafiando a sustentabilidade do regime cambial.

Com efeito, a experiência concreta mostra ser extremamente arriscado ater-se a um *currency board* “puro”, com ou sem restrições à entrada de capitais mais volúveis. As autoridades monetárias de Hong Kong, por exemplo, não hesitaram em intervir diretamente nos mercados de capitais locais, como parte de sua defesa contra os ataques especulativos sobre a moeda local, durante a crise asiática. Isto só foi possível, de qualquer forma, porque suas reservas externas giram em torno de um montante quase quatro vezes maior do que o agregado monetário M1 em circulação, sem contar as reservas da China.

A Argentina também viu-se impelida a flexibilizar seu *currency board* durante a fuga de pesos provocada pelo efeito-tequila da crise do México. Relaxou os requisitos de reservas dos bancos locais junto ao banco central, o que implicou

queda na proporção entre reservas em dólares e pesos em circulação. Caso contrário, o colapso econômico e social teria sido inevitável.

Dos US\$ 8 bilhões retirados dos bancos pelo público, o Banco Central conseguiu compensar US\$ 5 bilhões mediante redescontos e acordos de recompra – o remanejo possível dentro do *currency board* –, além de liberar seus excedentes de reservas em dólares e diminuir os requisitos de reservas bancárias (Garber, 1997: 191-92). Na versão “impura” ou “heterodoxa” argentina, os passivos do *board* incluem agora títulos públicos denominados em dólares, tornando menor do que um a proporção entre ativos líquidos externos e os pesos em circulação.

Na verdade, durante o “efeito-tequila”, os bancos experimentaram grandes saídas de depósitos e alguns foram à falência. O governo procedeu a operações de financiamento subsidiado à aquisição de alguns bancos com problemas por outros sobreviventes, além de reintroduzir os seguros de depósitos, ainda que de modo limitado a pequenos montantes. Há evidência de pelo menos alguns casos de falência por problemas de iliquidez, sem insolvência nos fundamentos (Calomiris, 1997: 35). Ampliou-se também a participação de bancos estrangeiros.

O problema está em que, quanto mais “impuro” e flexível for o *currency board*, também mais sujeito a ataques especulativos se torna. Por outro lado, quanto mais puro o regime, mais vulneráveis ficam os sistemas financeiro e produtivo locais diante de choques – de origem externa ou doméstica – que imponham fortes elevações temporárias nas taxas de juros.

Por último, cumpre ressaltar que a aposta de represar a dinâmica endógena doméstica, submetendo-a às relações com o exterior, tende a ser menos atraente no caso das economias grandes e com baixa proporção do comércio exterior no PIB (por razões que se aplicam, na verdade, a todos os regimes com rigidez absoluta de taxas de câmbio). Afinal, mesmo supondo-se regimes comerciais abertos, importa muito o grau de abertura da economia.

Se aquele grau é baixo, diminui a probabilidade de sincronia entre os choques domésticos e do exterior, bem como das correspondentes políticas macroeconômicas necessárias diante de tais choques. Além disso, a mudança cambial, abolida no *currency board*, exerce maior capacidade de ajuste, sem alteração inflacionária, quando a economia é grande e com peso menor do comércio exterior em seu PIB.

Na literatura clássica sobre “áreas monetárias ótimas”, a simetria de choques e de políticas, bem como o grau de integração econômica (intensidade do

comércio e mobilidade de bens e de fatores) das economias envolvidas em uma unificação monetária, são cruciais para a garantia de que os benefícios superem os custos de se abdicar dos ajustes monetários e cambiais nacionais. O mesmo raciocínio se aplica, do ponto de vista da economia emergente, no que tange à implantação de *currency boards* ou da adoção unilateral de moeda de uma economia central, com tal cálculo econômico sendo desfavorecido no caso de economias maiores. Além disso, sem mobilidade plena de bens e fatores, bem como sem acesso a fontes de transferências fiscais ou monetárias de caráter compensatório provenientes do país central, aumentam os riscos envolvidos na anexação voluntária ao sistema monetário deste último.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1996.
- _____. *Dealing with systemic risk*. Campinas: UNICAMP. IE, ago. 1998. (Mimeogr.). (Presented at Seminário internacional “Regulation of global financial flows”).
- ARTUS, P. *Anomalies sur les marchés financiers*. Paris: Economica, 1995.
- BROCK, P. *Financial safety nets and incentive structures in Latin America*. Seattle: University of Washington, Aug. 1998. (Mimeogr.).
- CALOMIRIS, C. *The postmodern bank safety net*. Washington, DC.: The AEI Press, 1997.
- CALVO, G. Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, v. 1, n. 1, p. 35-54, Nov. 1998.
- _____. *Contagion in emerging markets: when Wall Street is a carrier*. Center for International Economics, University of Maryland, Feb. 1999. (Mimeogr.).
- _____, LEIDERMAN, L., REINHART, C. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, v. 40, p. 108-51, 1993.
- _____, _____, _____. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, p. 123-39, 1996.
- CANUTO, O., FERREIRA JR., R. R. *Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?* Campinas: UNICAMP. IE, 1999. (Texto para Discussão, n. 73).
- _____, LIMA, G. T. *Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e regulação procedimental*. Campinas: UNICAMP. IE, 1999. (Texto para Discussão, n. 76).
- CAPRIO, G., KLINGEBIEL, D. *Bank insolvencies: cross-country experience*. Washington, DC.: World Bank, 1996. (Policy Research Working Paper, 1620).

- DEMIURGÜÇ-KUNT, A., DETRAGIACHE, E. The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries. *IMF Working Paper*, 97/106, Sep. 1997.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, v. 19, 1985.
- FELDSTEIN, M. Self-protection for emerging market economies. *NBER Working Paper*, 6907, Jan. 1999.
- GARBER, P. M. The transition to a functional financial safety net. In: ROJAS-SUÁREZ, L. (Org.). *Safe and sound financial systems: what works for Latin America*. Washington, DC: Interamerican Development Bank, 1997. p.177-201.
- GOLDSTEIN, M., TURNER, P. Banking crises in emerging economies: origins and policy options. *BIS Working Papers*, n. 46, Oct. 1996.
- GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B. Determinants of ex-ante banking system distress: a macro-micro empirical exploration of some recent episodes. *IMF Working Paper*, 99/33, Mar. 1999.
- HAUSSMAN, R., ROJAS-SUÁREZ, L. (Org.). *Banking crises in Latin America*. Washington, Interamerican Development Bank, 1996.
- HERRING, R., LITAN, R. *Financial regulation in the global economy*. Washington, DC: The Brookings Institution., 1995.
- KAMINSKY, G. C., REINHART, C. M. *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998a. (Mimeogr.). (Versão revisada do original de dezembro de 1995).
- _____, _____. Financial crises in Asia and Latin America: then and now. *American Economic Review*. Papers and Proceedings, v. 88, p. 444-48, May 1998b.
- KINDLEBERGER, C. *Manias, panics and crashes*. New York: Basic Books, 1978.
- KRUGMAN, P. Dutch tulips and emerging markets. *Foreign Affairs*, v. 74, p. 28-44, Jul./Aug. 1995.
- LINDGREN, C., GARCIA, G., SAUL, M. *Banking soundness and macroeconomic policy*. Washington, DC.: IMF, 1996.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, F. An evaluation of the treasury plan for banking reform. *Journal of Economic Perspectives*, v. 6, n. 1, 1992.
- _____. Lessons from the Asian crisis. *NBER Working Paper*, 7102, Apr. 1999.
- OCDE. *Systemic risks in securities markets*. Paris: OECD, 1991.

- RADELET, S., SACHS, J. The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, p. 1-90, 1998.
- RAJAN, R. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, 47, 1992.
- ROJAS-SUÁREZ, L. (Org.). *Safe and sound financial systems: what works for Latin America*. Washington, DC: Interamerican Development Bank, 1997.
- SACHS, J. Alternative approaches to financial crises in emerging markets. *Revista de Economia Política*, v. 16, n. 2, abr./jun. 1996.
- _____. *Creditor panics: causes and remedies*. Washington, DC: Cato Institute's 16th Annual Monetary Conference, Oct. 1998. (Mimeogr.).
- SHARPE, S. Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships. *Journal of Finance*, 45, 1990.
- STIGLITZ, J. E. The role of the state in financial markets. In: PROCEEDINGS of the World Bank Conference on Development Economics – 1993. Washington, DC: World Bank, 1994.
- _____. *The role of international financial institutions in the current global economy*. Chicago, Feb. 27 1998. (Discurso diante do Chicago Council on Foreign Relations).
- VAN'T DACK, J. *Managing an increasingly global financial system: an overview of selected issues*. Campinas: UNICAMP. IE, Aug. 1998. (Mimeogr.). (Presented at Seminário internacional "Regulation of global financial flows").