

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

OS ACORDOS DA BASILÉIA: UMA AVALIAÇÃO DO NOVO
FORMATO DA REGULAÇÃO BANCÁRIA

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

Tese de Doutorado em Economia
apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas, sob a
orientação do Prof. Dr. Luciano Galvão
Coutinho

Campinas, Fevereiro 2002

Ficha Catalográfica

Aos meus pais e filhos

Agradecimentos

Esta tese é o resultado final de reflexões que se iniciaram nas conclusões da dissertação de mestrado e se aprofundaram ao longo da realização do doutorado. Gostaria de agradecer a todos que, de alguma forma, contribuíram para que este se tornasse uma realidade.

Começo agradecendo às instituições que possibilitaram a realização do trabalho : Instituto de Economia, Capes e CNPq, estes últimos, os financiadores dos créditos de doutorado.

Gostaria de agradecer inicialmente às pessoas que contribuíram de forma direta para o formato final deste trabalho. Ao Rodrigo, agradeço as informações computacionais; ao Gustavo, a confecção do índice; e ao Rogério o levantamento de dados. Agradeço aos funcionários da secretaria, em especial ao Alberto e à Cida, e aos funcionários da biblioteca.

Agradeço aos professores Maria Alejandra Caporale Madi e Otaviano Canuto os comentários e sugestões tecidas no exame de qualificação, que foram fundamentais para o resultado final do trabalho.

Agradeço ao Prof. Dr. Luciano Galvão Coutinho, orientador deste trabalho, sua enorme paciência e dedicação. Nossos momentos de discussão em muito enriqueceram o presente trabalho e minha formação profissional.

Agradeço à Adriana Nunes Ferreira sua preciosa contribuição. Sua leitura precisa, comentários e sugestões foram essenciais para o resultado final deste trabalho.

Gostaria agora de agradecer àqueles que, a despeito de não terem participado de forma direta da realização do trabalho, foram importantes no longo e tortuoso caminho percorrido para sua elaboração.

Agradeço aos colegas da Facamp, Adriana, Rodrigo, Paulo, Rosana, Catou, Maria Eduarda, Célio, Daniela, Simone e Adriana Marques, a convivência enriquecedora e os momentos de discussão que em muito têm contribuído para meu amadurecimento profissional e pessoal.

Sou especialmente grata à Adri, colega e grande amiga. Aos professores Liana, João Manuel e Belluzzo gostaria de agradecer a possibilidade de convivência, que em muito têm contribuído para minha formação.

Agradeço à Eliane nossos longos anos de grande amizade e companheirismo. Ao Mariano, a sensibilidade, em especial das palavras ditas em momentos cruciais.

Aos meus pais, irmãos (agregados) e sobrinhos agradeço o amor, a compreensão, o companheirismo, o apoio sempre incondicional e o prazer de uma vida inteira de convívio.

Aos meus filhos Marcelo, Eduardo e Guilherme, devo pedir desculpas e dizer que sou muito grata. Desculpo-me pela ausência e falta de paciência dos últimos tempos. Agradeço o constante aprendizado, prazer e alegria do nosso convívio diário.

Ao Fernando, grande amor, colega e amigo, devo dizer que sou muito feliz por desfrutar de sua cumplicidade e companheirismo por tantos anos. Agradeço seu constante apoio e confiança, sem os quais percorrer este caminho seria uma tarefa mais árdua e infinitamente menos prazerosa.

Índice

Introdução	1
Capítulo 1 : Regulamentação Bancária : Justificativas Conceituais e Mecanismos.....	3
1.1 Introdução	3
1.2 Instituições Financeiras : Concessão de Crédito e Função Transformação.....	4
1.3 Assimetrias de Informações	11
1.3.1 Assimetrias de Informações e o Funcionamento dos Mercados Financeiros	12
1.3.2 Assimetrias de Informações e Racionamento de Crédito	14
1.4 Risco do Sistema	18
1.5 Incerteza	22
1.5.1 Incerteza : Mensurabilidade e Formato	23
1.5.2 Incerteza e Comportamento Convencional.....	26
1.5.3 Incertezas e Assimetrias de Informações nos Mercados Financeiros :	27
1.6 Regulamentação Bancária	30
1.6.1 Regulamentação : Objetivos e Justificativas	31
1.6.2 Regras de Comportamento, Supervisão e Intervenção	38
1.7 Considerações Finais	44
Capítulo 2 - Transformações dos Mercados Financeiros	49
2.1 Introdução	49
2.2 Mudanças Estruturais nos Mercados Financeiros	50
2.2.1 Processo e Instrumentos Inovadores : Securitização e Derivativos	51
2.2.2 Desregulamentação.....	56
2.2.3 Intensificação do Movimento Financeiro Internacional	59
2.3 Anos Noventas e Novos Atores da Instabilidade Financeira: Mercados Emergentes e <i>Hedge Funds</i>	61
2.3.1 Mercados Emergentes	62
2.3.2 Hedge Funds e Crises nos Noventas	67
2.4 Transformações Financeiras e Comportamento dos Bancos	74
2.5 Transformações Financeiras e Regulamentação.....	81
2.6 Considerações Finais	83

Capítulo3 - O Acordo de 1988	89
3.1 Introdução.....	89
3.2 Acordo de 1988 : Antecedentes e Justificativas	90
3.3 Estrutura do Acordo de 1988 : Risco de Crédito e Operações fora de Balanço.....	92
3.4 Críticas mais Comuns ao Acordo de 1988	95
3.5 <i>Ammendment</i> de 1996 : Introdução do Tratamento do Risco de Mercado.....	97
3.6 Resultados : Contribuições e Fragilidades do Acordo de 1988.....	102
3.7 Fragilidades do Acordo e Modelos Internos de Avaliação de Risco de Crédito.....	107
3.8 Considerações Finais	110
 Capítulo 4 - A Proposta do Novo Acordo da Basiléia.....	 114
4.1 Introdução : Justificativas.....	114
4.2 Proposta para Novo Acordo (janeiro de 2001).....	114
4.3 Pilar 1 : Requerimentos de Capital	116
4.3.1 Método Padronizado.....	116
4.3.2 Modelos Internos de Avaliação de Risco	120
4.3.3 Instrumentos para a Mitigação dos Riscos	123
4.3.4 Métodos de Adequação de Capital para Risco Operacional.....	124
4.4 Pilar 2 : Processo de Revisão da Supervisão	126
4.5 Pilar 3 : Abertura de Informações e Disciplina de Mercado	130
4.6 Comentários e Críticas à Proposta de Novo Acordo	132
4.7 Considerações Finais	142
 Conclusões.....	 145
 Bibliografia.....	 149
 Apêndice.....	 157

Resumo

O objetivo do presente trabalho é discutir as mudanças presentes no Acordo da Basiléia de 1988 e propostas pelo Novo Acordo de 2001, partindo da percepção de que estas levam a um novo formato de regulamentação bancária. A hipótese central do trabalho é que este novo formato aponta para uma direção muito clara. A lógica do novo aparato funda-se na idéia de que é possível a prevenção de crises financeiras através da implementação de regras não restritivas de adequação de comportamento das instituições bancárias, regras estas cada vez mais coladas às práticas dos agentes participantes dos mercados no tocante à mensuração e à adequação aos riscos.

No capítulo inicial procura-se discutir as especificidades dos mercados financeiros que os tornam inerentemente instáveis e que justificam o maior nível de regulamentação observado nestes. No segundo capítulo são discutidas as transformações sofridas pelos sistemas financeiros ao longo dos anos oitentas e noventas, procurando-se ressaltar a conformação de uma nova dinâmica de funcionamento e organização de tais sistemas, bem como seus efeitos sobre a regulamentação bancária. Os terceiro e quarto capítulos tratam dos acordos realizados no âmbito do Comitê da Basiléia, procurando entendê-los enquanto respostas dadas pelas autoridades reguladoras/supervisoras às transformações sofridas pelos sistemas financeiros.

É possível afirmar que o novo formato de regras que consubstanciam os Acordos da Basiléia, em especial a Proposta de Novo Acordo, possibilite uma melhor prevenção de crises financeiras, uma vez que capacita as instituições a reagirem a situações adversas. No entanto não são capazes de abortar toda e qualquer situação de crise, em especial em períodos onde há mutações no estado econômico que levam à gestação de crises a partir da exacerbação da incerteza. E uma vez deflagradas crises financeiras, não estão presentes no Acordo elementos para atenuá-las ou eliminá-las. Nestas situações, somente a atuação discricionária do emprestador em última instância é capaz de garantir a saúde e solidez do sistema.

Introdução

Historicamente os mercados financeiros têm sido submetidos a aparatos reguladores mais desenvolvidos do que os verificados em outros segmentos da economia. A necessidade de regulamentação resulta da existência de particularidades nos sistemas financeiros que os tornam inerentemente instáveis e suscetíveis a rupturas. As transformações vividas pelos mercados financeiros nos últimos anos tornaram inoperantes alguns dos mecanismos regulamentários existentes, apontando para a necessidade de adequação do aparato regulador. Isto posto, esforços foram e têm sido feitos no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia no sentido de responder às novas demandas colocadas à regulamentação, esforços estes que resultaram no Acordo de 1988 e nas discussões em torno da proposta de Novo Acordo apresentada em 2001.

O objetivo do presente trabalho é discutir as mudanças presentes no Acordo de 1988 e propostas pelo Novo Acordo, partindo da percepção de que estas levam a um novo formato de regulamentação bancária. A hipótese central do trabalho é que este novo formato aponta para uma direção muito clara. A lógica do novo aparato funda-se na hipótese de que é possível a prevenção de crises financeiras através da implementação de regras não restritivas de adequação de comportamento das instituições bancárias, regras estas cada vez mais coladas às práticas dos mercados.

Há que se fazer alguns comentários acerca do objeto de discussão deste trabalho, a regulamentação bancária no âmbito dos Acordos da Basiléia. Apesar da importante diminuição das fronteiras entre os mercados bancários e não-bancários e da crescente integração entre estes, a regulamentação ainda faz parte da lógica de segmentação de mercados. Entre os elementos que podem ser levantados para explicar tal tendência encontram-se: o papel exercido pelos bancos no processo de intermediação financeira, sua participação no sistema de pagamentos, bem como a estrutura organizacional das autoridades reguladoras domésticas.

O trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma. O capítulo primeiro procura discutir as especificidades dos mercados financeiros que justifiquem a presença de

regulamentação neste segmento através da: i) discussão de elementos funcionais e conceituais que explicitariam as especificidades destes mercados; e ii) apresentação de mecanismos regulamentários. Na primeira parte do capítulo serão apresentados alguns elementos característicos do funcionamento dos mercados financeiros, entre os quais destaca-se a função transformação. A discussão conceitual realizada nas seções seguintes será pautada pela apresentação dos conceitos de assimetria de informações, risco sistêmico e incerteza. Na segunda parte do capítulo realiza-se uma apresentação de instrumentos e mecanismos de regulamentação bancária, destacando-se as justificativas mais frequentes para as regras : as necessidades de proteção aos depositantes e de garantia da solidez dos mercados financeiros. Na seção final do capítulo serão apresentados alguns mecanismos de regulamentação, organizados da seguinte forma : regras de comportamento, regras de monitoração ou supervisão e regras de intervenção.

No segundo capítulo serão discutidas as transformações sofridas pelos sistemas financeiros ao longo dos anos oitentas e noventas, procurando ressaltar a conformação de uma nova dinâmica de funcionamento e organização de tais sistemas, bem como seus efeitos sobre a regulamentação bancária. Para tal, no que tange aos oitentas serão discutidas as inovações financeiras e a desregulamentação destes mercados. No que diz respeito aos anos noventas, serão analisados o surgimento dos mercados emergentes e o desenvolvimento dos *hedge funds*, bem como as crises financeiras associadas a estes processos.

Os terceiro e quarto capítulos tratam dos acordos realizados no âmbito do Comitê da Basiléia, procurando entendê-los enquanto respostas dadas pelas autoridades reguladoras/supervisoras às transformações sofridas pelos sistemas financeiros. Desta forma, o Acordo de 1988 será apresentado no capítulo terceiro a partir da discussão de sua estrutura, bem como do *Amendment* de 1996. A proposta de Novo Acordo apresentada pelo Comitê em 2001 será objeto de análise no capítulo quarto. Para tal, serão destacados seus três pilares constitutivos: requerimentos mínimos de capital, processo de revisão de supervisão e disciplina de mercado. No tocante ao pilar um, especial atenção será despendida com os métodos de cálculo de adequação de capital, padronizado e modelos internos de avaliação de risco.

Capítulo 1 : Regulamentação Bancária : Justificativas Conceituais e Mecanismos

1.1 Introdução

Historicamente os mercados financeiros têm sido submetidos a esquemas de regulamentação mais desenvolvidos do que os verificados em outros segmentos das economias. Esta regulamentação mais presente nos mercados financeiros tem sido objeto de ampla discussão entre acadêmicos e agentes de mercado, em especial a partir do processo de liberalização financeira iniciado nos anos oitentas. Muito tem sido discutido sobre as particularidades dos mercados financeiros que justificariam tal necessidade de elaboração e desenvolvimento destes esquemas regulamentários, em especial quando comparados com os vigentes em outros segmentos econômicos. Isto posto, o objetivo do presente capítulo é discutir tais particularidades, assim como alguns mecanismos de regulamentação bancária. Desta forma, procura-se justificar o objeto do trabalho, qual seja, a regulamentação bancária, a partir da discussão de elementos funcionais e conceituais que explicitariam tais particularidades e da apresentação de mecanismos regulamentários. Na primeira parte do capítulo serão apresentados alguns elementos característicos do funcionamento dos mercados financeiros, entre os quais destaca-se a função transformação. A discussão conceitual realizada nas seções seguintes será pautada pela apresentação dos conceitos de assimetria de informações, risco sistêmico e incerteza, tentando-se destacar a relação destes elementos com a instabilidade financeira. Cabe aqui um comentário acerca destes conceitos, que de alguma forma aponta para o sentido da discussão a ser realizada. A função transformação, o risco sistêmico e a incerteza, mesmo partindo de instrumentais analíticos às vezes distintos, chegam à mesma questão: a possibilidade de ocorrência de crises no sistema.

A segunda parte do capítulo é permeada por uma discussão acerca da regulamentação bancária, e será iniciada a partir das justificativas mais frequentemente encontradas na literatura, quais sejam, em ordem crescente de importância: as necessidades

de proteção aos depositantes e de garantia da solidez dos mercados financeiros. Na seção seguinte serão apresentados alguns mecanismos de regulamentação, organizados da seguinte forma : regras de comportamento, regras de monitoração ou supervisão e regras de intervenção. É possível adiantar que as preocupações com a solidez do sistema apresentam maior relevância.

1.2 Instituições Financeiras : Concessão de Crédito e Função Transformação

As instituições atuantes nestes mercados negociam produtos e serviços a serem entregues no futuro, ou seja, operam com promessas de pagamentos. Assim, os agentes dos mercados de crédito e de capitais realizam operações inter-temporais, o que implica na operacionalização e muitas vezes até a negociação de riscos e informações, que são mais do que simplesmente processadas, mas adquiridas em contexto de incerteza. A combinação destes características das operações financeiras cria um ambiente de maior instabilidade nestes mercados¹. Entre as principais funções dos mercados financeiros podem-se destacar: transferir capitais de poupadores para tomadores; aglomerar capital; selecionar projetos; monitorar sua implementação; realizar contratos; transferir, dividir e juntar riscos; possibilitar a circulação do meio de troca, ou seja, operar no sistema de pagamentos (Stiglitz, 1993).

Os defensores da regulamentação destacam a existência de especificidades dos sistemas financeiros, em especial dos bancários, que justificariam esta necessidade de maior regulação. Entre estas podem ser destacadas: o papel na concessão de crédito, responsabilidades fiduciárias e função transformação; a participação no sistema de pagamentos; a existência de assimetria de informações; a vulnerabilidade a fatores macro e microeconômicos e o risco sistêmico.

As instituições financeiras, em especial as bancárias, têm capacidade de criação privada de moeda, exercendo assim responsabilidades fiduciárias. Atuam com recursos de terceiros, ou seja, operam com elevado nível de alavancagem quando comparadas a instituições atuantes em outros segmentos da economia, apresentando uma baixa relação

capital/passivo. Sendo assim, as operações bancárias são respaldadas pela credibilidade depositantes/bancos e bancos/tomadores. Esta característica das operações de crédito, e portanto das instituições fornecedoras de crédito, já era destacada por Bagehot :

“O principal ponto no qual um sistema de crédito se diferencia de outro é a solidez. Crédito significa que uma certa confiança é dada, e uma certa confiança depositada” (1873, p.22)

A perda de credibilidade em uma ou mais instituições pode ser exacerbada por movimentos de contágio e ocasionar até crises de confiança no sistema como um todo. O questionamento pode ser realizado não só pelo público, formado por agentes emprestadores e tomadores dos bancos, mas em especial pelas próprias instituições financeiras, dada a forte interligação intra e intermercados². Esta rede de conexão é maior em mercados bancários, seja em função da natureza dos serviços oferecidos, cuja base são as relações de credibilidade, ou da existência de empréstimos interbancários. Desta forma, problemas localizados de liquidez podem apresentar elevado potencial de transmissão e ocasionar distúrbios mais graves e generalizados³.

Os bancos são instituições vulneráveis a corridas e pânicos. Ao oferecerem depósitos à vista, os bancos encaram os riscos da liquidez privada, ao garantirem aos depositantes, em geral avessos a este risco, seguros privados de liquidez. A despeito da natureza líquida de seus passivos, e mesmo não sabendo quando vão precisar de liquidez, os bancos preferem a rentabilidade mais elevada das operações ativas de prazos mais longos. Este mecanismo é conhecido como função transformação exercida pelos bancos (Davis, 1995). Assim, a função transformação deve ser entendida dentro da atuação dos bancos enquanto fornecedores de crédito, sendo caracterizada pelo financiamento de empréstimos ilíquidos através de depósitos de curto prazo, garantindo aos bancos papel relevante na intermediação de ativos. Como destaca Freitas,

¹ Um exemplo desta ligação pode ser a seguinte operação : se uma operação envolve a troca de dólares hoje por promessas de dólares no futuro, há risco de quebra e informação sobre a capacidade de pagamento do tomador.

² A crescente importância dos mercados interbancários nas últimas décadas, inclusive off-shores como o euromercado de moedas contribuiu para este processo de alastramento de problemas financeiros.

³ Ferreira e Freitas (1989b) realizam uma análise mais detalhada a cerca da transmissão dos problemas de liquidez localizados através da possibilidade de corridas bancárias.

“Para obter e ampliar seus ganhos, (os bancos) fazem o comércio das dívidas, transformando os prazos de vencimento, assumindo riscos e incentivando seus clientes a utilizar os seus serviços” (1997; p.64)

A questão não é somente o descasamento de prazos, ativos líquidos e passivos ilíquidos, mas está relacionada com a própria natureza destes. Os recursos depositados podem ser demandados no curto prazo a partir de desejos dos depositantes, a uma taxa fixa pré-estabelecida, em geral mais baixa do que a paga para aplicações de prazos mais longos. No entanto, mesmo em contexto de crescente securitização dos ativos bancários, parte importante destes é composta por empréstimos, que em geral não são facilmente negociáveis. Assim, um movimento de retirada de depósitos pode gerar problemas de liquidez para os bancos. Isto porque a necessidade de negociação de instrumentos do ativo, quando esta é possível, pode ocasionar uma queda em seus preços e assim uma desconexão entre os valores a pagar e a receber. Uma instituição financeira pode até ter uma relação ativos/passivos confortável, mas diante da necessidade de venda de parte da carteira de ativos esta pode perder valor, gerando uma situação de iliquidez que pode chegar à insolvência e até à falência da instituição. Assim, o formato dos contratos bancários dá margem à ocorrência de corridas bancárias. Uma vez que a credibilidade do banco ou do sistema seja questionada, depositantes realizam movimentos de retiradas e instituições financeiras deixam de disponibilizar recursos no mercado interbancário, partindo da lógica de que somente os primeiros a chegar conseguirão seus recursos de volta⁴. Este movimento pode se alastrar para instituições correlatas ou que operem no mesmo mercado, configurando um processo de contágio. Em geral os pequenos depositantes, em função da falta de informações, só se movem quando já é tarde demais.

Este movimento pode ser detonado por qualquer mudança de percepção de risco da instituição financeira pelos seus depositantes, e até mesmo pela ocorrência de pânico e/ou corrida em outra instituição ou mercado, uma vez que a falência de uma instituição pode provocar contágio em função da incerteza sobre o valor dos ativos não negociáveis no mercado. Entre os depositantes destacam-se os pequenos, parte relevante do todo e elo mais frágil do processo. Estes têm difícil acesso a informações que possibilitem uma avaliação real da saúde financeira dos diferentes bancos, nem sempre tendo os elementos que

⁴ É a lógica do *“first come first served”*.

possibilitam uma diferenciação entre estas. Sendo assim, vêm os bancos de forma homogênea, o que possibilita que, na presença de problemas de iliquidez ou até falência em uma instituição, depositantes tendam a generalizar esta percepção para as outras.

A ocorrência de corridas e pânicos é mais provável quando informações negativas surgem após crescimento rápido do crédito e do nível de endividamento e alavancagem de bancos e tomadores em geral⁵. Davis (1995) afirma que, de forma geral, a presença de assimetria de informações em função da existência de ativos não negociáveis nas carteiras dos bancos é um detonador em potencial. Para Aglietta (1995a) seriam três as fontes de origem do pânico bancário. A demanda contagiosa por depósitos à vista, a quebra de regras de pagamentos interbancários e a deterioração da qualidade do crédito bancário. Além disto, a incerteza macroeconômica exerce papel fundamental nestes momentos de crise de liquidez, afetando de forma importante a confiança que os agentes têm nas instituições financeiras atuantes em determinados mercados ou países.

Os efeitos de corridas e pânicos no setor financeiro podem mostrar-se deletérios para a economia como um todo, podendo ocasionar rupturas de várias formas. Segundo Aglietta, estes movimentos são maiores que os bancos em si, sendo que suas repercussões afetam toda a economia. Isto porque as instituições bancárias estão no centro do sistema econômico, uma vez que é neste âmbito que se processa o sistema de pagamentos. A problematização de operações de recebimento e pagamento pode levar a economia como um todo a uma situação de risco, uma vez que para toda transação econômica, de compra ou venda, há uma transação monetária correspondente. Este movimento é agravado pela função prestador de recursos exercida pelos bancos. Diante do movimento de retirada de depósitos, os bancos podem diminuir a realização de novos e até mesmo não refinanciar contratos de crédito em andamento, uma vez que estes são instrumentos de difícil negociação envolvendo, em geral, riscos mais elevados⁶. Esta postura pode levar a quedas na oferta de moeda e elevação das taxas de juros, o que pode desestimular a realização de gastos na economia. Esta constatação aparece no modelo de Diamond & Dybvig:

⁵ Isto porque em períodos de expansão do crédito há sobreendividamento e subavaliação dos riscos.

⁶ Certamente os tomadores mais frágeis serão os mais pressionados e prejudicados por esta postura dos bancos.

“Nosso modelo demonstra três pontos importantes. , corridas bancárias causam problemas econômicos reais porque mesmo bancos ‘saudáveis’ podem falir, causando o recall de empréstimos e a finalização de investimentos produtivos. ... corridas bancárias têm custos e reduzem bem estar social pela interrupção da produção (quando empréstimos são chamados)...” (1983; p.402/403)

Alguns autores acreditam que corridas bancárias não são tão problemáticas como usualmente se afirma. Bhatatacharia (1998) parte de evidências empíricas para avaliar as corridas bancárias em períodos onde não havia sistemas de seguro de depósito. Suas conclusões são de que as corridas não parecem ser historicamente importantes na criação de insolvências bancárias em função da falta de liquidez. Pelo contrário, estes movimentos funcionavam como mecanismos potenciais de disciplina de mercado em períodos onde não havia redes de proteção colocadas pelo regulador externo⁷.

Outra linha de argumentação apresentada seria de que as corridas não levam a uma evaporação, mas a uma redistribuição dos recursos entre as várias instituições do mercado. Não consideram, então, a possibilidade de que ocorram fugas de recursos para moeda (*cash*), que podem gerar movimentos contracionistas das reservas bancárias, a não ser que a autoridade monetária atue na outra ponta. Em casos extremos, as corridas podem ocasionar rupturas no sistema de pagamentos.

Os bancos são partícipes importantes do sistema de pagamentos, o que potencializa não só problemas de corridas bancárias, como também impactos de problemas sobre os outros segmentos da economia. O sistema de pagamentos ocupa papel de destaque em qualquer sistema econômico uma vez que todas as operações de compra e venda têm contrapartida monetária. Problemas de insolvência ou mesmo de iliquidez, generalizados ou localizados, podem ocasionar o questionamento da capacidade de participação destas instituições no sistema de pagamentos, o que pode problematizar o próprio funcionamento deste. Se a possibilidade de se fazer e receber pagamentos em todos os outros mercados

⁷ Mesmo aceitando que a correlação entre as empresas do setor bancário seja maior do que a verificada em outros setores, estes autores afirmam que bancos afetados pela insolvência de outros seriam apenas os que atuassem com os mesmos produtos e/ou mercados. Além disto, os dados históricos mostrariam que as perdas de depositantes verificadas em casos de insolvência de bancos seriam pequenas diante do total de depósitos (Bhatatacharia, 1998).

entrasse em colapso, o próprio funcionamento destes estaria sob forte risco⁸. Ou seja, se o lado monetário da operação não puder ser realizado, então todas as operações devem passar por problemas consideráveis (Goodhart,1995). Fica clara a importância que estas instituições têm na intermediação de recursos, não só no tocante à criação endógena de moeda, como também à alocação e distribuição dos recursos creditícios entre os diferentes segmentos da economia (Guttman,1989). Uma vez que as decisões de alocação de recursos das economias são feitas essencialmente nestes mercados, estes podem ser considerados o *locus* de decisões dos sistema econômico. Problemas neste mercado podem afetar a performance do sistema como um todo (Stiglitz, 1993).

Os processos de inovações financeiras e de desregulamentação vivenciados pelas instituições financeiras nas décadas de 70 e 80 possibilitaram a erosão de barreiras entre as funções bancárias e não-bancárias das instituições financeiras⁹. A atenuação desta separação possibilitou que ao mesmo tempo em que um banco fosse depositário, ou seja, participante do sistema de pagamentos, passasse a ser administrador de carteiras. Assim, problemas de liquidez do administrador de carteira, em função do descasamento de prazos entre ativos e passivos, ou destes nem sempre serem *marketables*, passaram a potencializar os riscos de problemas de liquidez para os bancos. Assim, problemas dos passivos não-monetários das instituições passaram a poder afetar os monetários.

Fazer parte do sistema de pagamentos coloca os bancos em uma posição paradoxal. Ao mesmo tempo em que oferecem um bem público ou coletivo, que tem papel fundamental no funcionamento da economia, são instituições capitalistas que visam o lucro e a valorização do capital. Segundo Aglietta:

“Eles[os bancos] são ao mesmo tempo unidades privadas geradoras de lucro e partes de uma rede que oferece um bem coletivo para o conjunto da economia, o mecanismo para efetuar pagamentos e saldar dívidas. ... Por causa de seu duplo papel econômico, os bancos são as unidades nas quais os problemas de solvência e de liquidez apresentam-se inexoravelmente imbricados.” (1998; p.6)

⁸ A História econômica confirma este argumento. Em momentos de ruptura do sistema de pagamentos, como nos casos clássicos da hiperinflação alemã (1923 e 1948), todo o sistema econômico encontrava-se fragilizado e desorganizado. Ver a respeito Braga (1999).

⁹ As transformações vividas pelos sistemas financeiros a partir dos oitentas vão ser objeto de discussão do capítulo 2.

Assim, gerem um bem público a partir da lógica privada e individual do ganho que permeia a tomada de decisões e a adoção de posições estratégicas diante da concorrência com seus pares. Estas podem não se mostrar as melhores posturas diante da necessidade de estabilidade da gestão da moeda. Decisões capitalistas erradas podem ocasionar problemas de liquidez, solvência e até levar a falências. No caso de instituições bancárias, problemas desta ordem podem afetar o sistema como um todo. Em outras palavras, há uma clara conexão entre as decisões dos bancos diante da necessidade de valorização do capital e os possíveis efeitos que estas podem trazer para o sistema como um todo.

Aglietta (1995a) critica a idéia de alguns autores de que a substituição dos depósitos bancários por instrumentos negociáveis no mercado, como cotas de fundos de investimentos, poderiam eliminar os riscos de corridas bancárias. Isto porque, mesmo que comprem cotas de fundos ao invés de realizar depósitos à vista, os agentes estão preocupados não só com a liquidez de seus recursos, como também com a garantia de seu valor. Os problemas levantados acima se colocariam também nesta situação. Diferentemente dos depositantes de bancos, será que os cotistas teriam acesso a melhores informações acerca da situação financeira dos fundos? Será que os cotistas aceitariam a incerteza quanto ao valor nominal de seus recursos utilizados como moeda de pagamento? Em geral, os gestores de fundos não são obrigados a montar a totalidade de suas carteiras com instrumentos seguros, cuja liquidação seja imediata a preços previsíveis mesmo em momentos onde o mercado seja vendedor?

Algumas considerações podem ser levantadas a partir da discussão das corridas bancárias. A quebra na confiança em um banco depositário, mesmo que este possua uma carteira de ativos compatível com a necessidade de pagamento de seus passivos, pode ocasionar corridas bancárias e movimentos de contágio da situação, mesmo que “aparente”, de iliquidez. Assim, corridas bancárias podem ocorrer em momentos de quebra de confiança, o que implica elevado potencial instabilizador. A questão que se coloca é que problemas localizados de iliquidez, não necessariamente de insolvência da instituição, podem ocasionar problemas para o sistema como um todo. Assim, o elevado nível de alavancagem com que trabalham as instituições financeiras somado às divergências de natureza de seus ativos e passivos torna-as mais suscetíveis a movimentos de

questionamento por parte dos seus depositantes, e consequentemente mais vulneráveis à ocorrência de corridas. Segundo Diamond & Dyvbig, “ *A iliquidez dos ativos garante a racionalidade tanto para a existência dos bancos como para sua vulnerabilidade a corridas*” (1984; p.403). Uma característica que agrava esta potencialidade de contágio é a existência de importante rede de operações interbancárias, em especial se o banco com problemas for um grande devedor¹⁰. Pode-se dizer que a presença de corridas seria o principal fator de identificação de crises. Assim, a possibilidade, ou pode-se dizer a tendência, de generalização de problemas de uma instituição para outras ou mesmo para o mercado como um todo implica na existência de risco do sistema.

1.3 Assimetrias de Informações

Entre as justificativas mais freqüentemente encontradas para a existência de regulamentação bancária, encontram-se as falhas de mercado, tais como as externalidades, o poder do mercado e as assimetrias de informações (Santos, 2000). O desenvolvimento das falhas de mercado enquanto instrumental analítico tem origem na construção teórica novo-keynesiana. Este instrumental analítico foi construído para dar fundamentação microeconômica para a não ocorrência de *market clearing*, ou seja, para explicar por que os mercados não operam da forma mais eficiente possível¹¹. Assim, a lógica da eficiência dos mercados permeia a discussão novo-keynesiana de falhas de mercado. No entanto, o uso deste instrumental não ficou restrito a autores novo-keynesianos, sendo incorporado por autores não-ortodoxos como Aglietta, Dymski e Goodhart. Há que se ressaltar que a apropriação foi do instrumental analítico, não do paradigma da eficiência dos mercados. Aglietta encontra nas idéias de assimetria de informações e falhas de coordenação um caminho interessante e aceito pelo *mainstream* para explicar o risco sistêmico. Ou seja, adapta o uso do instrumental visando atingir seu objetivo, a explicação do risco do sistema. No mesmo sentido, é possível afirmar que Dymski, em seu propósito de discutir a incerteza keynesina, procura compatibilizar, no contexto dos mercados financeiros, este conceito com o de assimetrias de informações.

¹⁰ Esta rede de conexão entre instituições bancárias é um elemento característico deste setor.

¹¹ A busca por fundamentos microeconômicos é resultado da discussão com autores novo-clássicos, que criticam a teoria Keynesiana pela ausência de fundamentos micro na macroeconomia.

Se por um lado autores não-ortodoxos utilizam-se deste instrumental, por outro lado, a percepção de que falhas de mercado existem e afetam o equilíbrio do mercado levou autores que partem de paradigmas de equilíbrio e eficiência de mercado a aceitarem a necessidade de esquemas regulamentários de forma a minimizar tais falhas¹².

Desta forma, o espaço alcançado por este instrumental e o seu uso freqüente como justificativa para a necessidade de regulamentação bancária respaldam sua discussão no presente trabalho. E mais, como será apresentado no capítulo quarto, a aceitação e a discussão da existência destas assimetrias, seja entre os agentes do mercado ou agências reguladoras/supervisoras, coloca esta questão no centro da discussão do novo formato da regulamentação bancária.

1.3.1 Assimetrias de Informações e o Funcionamento dos Mercados Financeiros

A percepção da presença de assimetrias de informações nos mercados financeiros estaria embasada em características dos produtos e serviços negociados nestes mercados. Estes seriam sobremaneira especializados, o que acabaria por implicar acesso diferenciado às informações pelos diferentes agentes envolvidos. Assim, a existência de informações inadequadas e insuficientes tornaria os mercados imperfeitos, o que justificaria para alguns autores a necessidade de regulação externa de forma a garantir maior eficiência.

É possível afirmar que assimetrias de informações fazem-se presentes quando, para um dado volume de informações, alguns agentes tenham melhores informações do que os outros e os que sabem menos têm consciência disto (Ees e Garretsen, 1993). Uma discussão sobre a imperfeição ou assimetria de informações nos mercados financeiros é realizada por Stiglitz (1993; Stiglitz e Weiss, 1981). Estes autores mostram que em função destas imperfeições os fundamentos da economia do bem estar social não conseguiriam tratar a questão da eficiência nos mercados financeiros. As teorias de padrão de eficiência de mercados, que substanciam aqueles fundamentos, baseiam-se na premissa da existência de informações perfeitas “... a informação mantida por indivíduos ou firmas não é afetada

¹² Stiglitz (1993) afirma que a existência de falhas de mercado em si não justifica a imposição de qualquer tipo de intervenção. Mas também não é possível afirmar que seja possível prescindir das regras. Seria relevante designar a regulação de forma correta, apreciando os limites e a abrangência da intervenção do Estado.

pelo que eles observam no mercado e não pode ser alterada por nenhuma ação que eles tomem, inclusive adquirir mais informações.” (Stiglitz, 1993, p.23) . Assim, a existência de informações imperfeitas neste mercado inviabilizaria uma avaliação de eficiência a partir destes critérios.

A obtenção e o processamento de informações seria fundamental para a atuação dos agentes do mercado financeiro, como as instituições bancárias e não-bancárias. Diferentemente dos bens negociados em outros mercados, a informação seria um bem público, no sentido de que seria muito difícil ou custoso excluir alguém de utilizar este tipo de produto. No entanto, a obtenção de informações pode ocasionar gastos que podem ser vistos como custos fixos. Se há incentivos para gerar informações é porque estes mercados devem ser informacionalmente ineficientes, ou seja, nem todas as informações podem ser transmitidas para todos os agentes. E sem informações perfeitas não há eficiência nos mercados. Os problemas de informação como bem público nos mercados financeiros surgem em dois contextos :

- i) na relação instituições financeiras-investidores, uma vez que dados sobre a solvência das primeiras são essenciais para as decisões de aplicações dos últimos, assim como na própria administração da instituição, o que pode afetar riscos e retornos dos investimentos. O uso de informações imperfeitas pode levar investidores, sejam eles agentes financeiros ou não financeiros, a movimentos de corrida bancária em caso de falência de um banco, a partir da percepção que isto pode ocorrer com outros intermediários financeiros. Assim, os mercados financeiros divergem dos demais em função da necessidade de negociação de um bem público, a informação;
- ii) na relação tomador-emprestador. Entre as principais funções das instituições financeiras, em especial bancárias, está a seleção de projetos e o monitoramento do uso de fundos emprestados. Assim, o problema de informações passaria pela relação tomador-emprestador, nos mercados de crédito ou de capitais, uma vez que haveria uma assimetria de informações entre os executores do projeto e os agentes financiadores. Nestes mercados a assimetria de informações coloca-se na avaliação do risco crédito. Isto porque, em geral, o tomador conhece melhor a probabilidade

de inadimplência do projeto, o que pode ocasionar diferentes avaliações do risco por parte de tomadores e emprestadores. O lançamento de títulos de dívida ou ações realizado por empresas financeiramente frágeis pode afetar as sólidas de forma negativa, uma vez que investidores podem apresentar dificuldades de separar entre boas e ruins, o que seria uma externalidade de seleção. A capacidade de monitoramento que os bancos têm sobre projetos financiados, mesmo que limitada, facilita não só a concessão e renovação de créditos, como também a obtenção de recursos via mercado de capitais, podendo atenuar as externalidades de seleção. Assim, empresas que têm a possibilidade de tomar recursos junto a bancos têm maior capacidade de captar através do mercado de capitais, uma vez que há percepção de que estão sujeitas à supervisão direta ou indireta das instituições emprestadoras¹³.

A existência de assimetria de informações possibilita, em algumas situações, a ocorrência de falências de instituições financeiras. A quebra de instituição bancária pode trazer efeitos significativos sobre o sistema como um todo. Mesmo que a falência não ocasione pânico, o temor de quebra de outras instituições pode gerar movimentos de retirada de recursos por parte de seus depositantes, assim como dificultar o acesso aos recursos dos mercados interbancários. Desta forma, imperfeições de informações podem gerar a extrapolação de problemas de uma instituição para outras, ou mesmo para o mercado como um todo. Ou seja, Stiglitz trabalha com a eventualidade de movimentos de contágio e seus possíveis desdobramentos para o sistema como um todo.

1.3.2 Assimetrias de Informações e Racionamento de Crédito

A crença de autores ortodoxos na eficiência dos mercados em função da existência de perfeita competição não se aplica aos financeiros. Esta constatação teórica a partir de um arcabouço de eficiência e competição dos mercados vem de encontro com a constatação de que na realidade, a competição bancária é limitada.

¹³ Os formatos das instituições financeiras e do próprio esquema de regulação podem afetar a intensidade e a forma do monitoramento. Em sistemas como o japonês onde há maior integração entre bancos e empresas o acompanhamento é certamente facilitado.

Ao observarem a existência de racionamento de crédito no mundo real, Stiglitz e Weiss construíram um modelo procurando mostrar que pode haver racionamento em contexto de equilíbrio. Segundo este modelo, a existência de excesso de demanda por fundos à taxa de juros vigente não pode ser explicada pela rigidez de preços no curto prazo ou pela regulação do governo no longo prazo. Isto porque, no mercado bancário, nem sempre a competição se dá via preço, em especial em processos de concessão de empréstimos.

A taxa de juros não se apresenta como única variável relevante no processo de concessão de empréstimos, ou seja, a decisão do emprestador não é pautada exclusivamente pelo maior preço encontrado. A classificação do risco do tomador deve mostrar-se fundamental para a decisão da realização do empréstimo e para a determinação da taxa de juros a ser cobrada por este. Assim, a rentabilidade esperada do emprestador de recursos vai depender da combinação entre taxa de juros e riscos do tomador. Não só a competição não se dá somente via preços como também as taxas de juros não se ajustam de forma a igualar oferta e demanda por crédito, ou seja, nestes mercados não há *market clearing*. Nestes mercados, a lógica segundo a qual o serviço é concedido, ou seja os fundos emprestados, para os agentes que pagarem o maior preço não funciona. Isto porque, dadas as características do mercado de crédito, nem sempre os tomadores que estão dispostos a pagar mais são aqueles que vão garantir os maiores retornos para o emprestador. Isto ocorre em função dos riscos de quebra do tomador, que poderão ser mais elevados em função de taxas de juros mais elevadas¹⁴. Deste modo, o retorno esperado pelo emprestador pode cair com o aumento do preço cobrado pelos fundos, mesmo que exista excesso de demanda por crédito¹⁵. Explica-se assim a possibilidade de racionamento de crédito, que ocorre quando há excesso de demanda por crédito à taxa de juros que maximiza o retorno esperado do emprestador.

Partindo da lógica deste modelo de racionamento de crédito, aumentos da taxa de juros poderão provocar elevação do risco de crédito em função dos efeitos sobre o

¹⁴ Em geral empreendimentos mais rentáveis tendem a ser os mais arriscados. Além disto, para os novo-keynesianos o preço do crédito (taxa de juros) interfere na natureza da operação, uma vez que aumenta o risco de crédito através de efeitos adversos sobre o comportamento dos tomadores de recursos.

¹⁵ A lógica utilitarista de que os preços medem o benefício marginal para o comprador e o custo marginal para o vendedor não se aplica diretamente neste mercado.

comportamento dos agentes tomadores. Isto porque o aumento do preço cobrado pelos fundos pode afetar de forma adversa os tomadores de crédito, uma vez que somente aqueles mais propensos ao risco acabam por permanecer no mercado. Às instituições que concedem os recursos cabe encontrar os tomadores que paguem mais e com menores possibilidades de não retorno dos recursos emprestados. No entanto, nem sempre é trivial separar bons e maus pagadores, em especial em contexto em que há assimetria de informações. As taxas de juros podem ser usadas como parâmetro : tomadores dispostos a pagar taxas de juros mais elevadas devem apresentar riscos mais elevados (Stiglitz & Weiss, 1981). Este efeito conhecido como seleção adversa é exacerbado quando os tomadores realizam pedidos de empréstimo junto a diferentes instituições financeiras. Se o banco eleva sua taxa de juros, estará selecionando tomadores recusados por concorrentes, o que implica que estes não concordam com sua avaliação de crédito. Outro parâmetro a ser usado para avaliação dos tomadores seria a exigência de colaterais. Segundo Davis, os bons pagadores aceitariam tal exigência se esta possibilitasse menores taxas de juros. Na discussão apresentada por Stiglitz & Weiss, os colaterais e o próprio montante do empréstimo são outros termos dos contrato que importam, ao lado das taxas de juros. Estes dois elementos afetam de forma significativa o comportamento dos tomadores e a distribuição destes. O modelo apresentado pelos autores mostra que a elevação dos colaterais acima de certo nível deve diminuir o retorno dos bancos em função de dois efeitos: queda do nível médio de aversão ao risco do grupo de tomadores ou indução de investidores a adotarem projetos mais arriscados (1981, p.248).

Se por um lado variações nas taxas de juros ou de outros termos dos contratos de dívidas podem ocasionar processos de seleção adversa, por outro podem afetar o comportamento dos tomadores de recursos, gerando o mecanismo conhecido como efeito incentivo ou risco moral. Aumentos dos preços pagos pelos fundos diminuem o retorno dos projetos. Assim, tomadores podem sentir-se estimulados a se inserirem em projetos mais arriscados, com menores possibilidades de sucesso, mas com retornos mais elevados caso isto ocorra¹⁶. Em um mundo onde as informações são imperfeitas e custosas, o banco

¹⁶ Estes modelos assumem que os tomadores são neutros quanto ao risco, ou seja, empreendedores, diferentemente dos emprestadores, estão preocupados somente com a rentabilidade, e não com os riscos. Assim, escolher um projeto mais arriscado mostra-se interessante , uma vez que aumenta o retorno esperado. (Wolfson, 1996)

emprestador não tem condições de controlar as ações dos tomadores depois que o empréstimo é realizado. Desta forma é possível dizer que os retornos esperados dos bancos pode crescer mais devagar dos que elevações das taxas de juros, podendo começar a cair a partir de certo momento. Assim, o modelo de Stiglitz e Weiss mostra que a taxa de juros de equilíbrio não é aquela que possibilita a igualação das curvas de oferta e demanda por fundos. No ponto de equilíbrio, onde os bancos maximizam seus retornos esperados, parte da demanda por crédito não é atendida, ou seja, há racionamento de crédito¹⁷.

Trabalhos recentes acerca do racionamento de crédito partem do modelo desenvolvido por Stiglitz & Weiss e dão destaque às crises financeiras. Da mesma forma que o modelo original, partem da racionalidade dos agentes em circunstâncias normais, mas introduzem o que conceituam como incerteza, mostrando como esta pode levar à subavaliação dos riscos. No modelo de Guttentag & Herring, crises financeiras surgem em função de um abrupto crescimento do racionamento de crédito, após períodos nos quais restrições à concessão crédito tenham sido fortemente amenizadas. O crescimento da competição entre emprestadores ao longo destes períodos de relaxamento de restrições ao crédito pode estimular a saída de credores mais prudentes do mercado, uma vez que os prêmios de risco negociados nos contratos de empréstimos podem já não refletir a real situação de risco, não havendo mecanismo de mercado que assegure que estes riscos tenham sido corretamente precificados. Além disto, o modelo sugere que, em eventos incertos como as crises financeiras, há um descolamento da percepção dos riscos dos agentes com relação à realidade. Este descolamento da percepção dos riscos seria o fenômeno da *disaster myopia*, explicado através de mecanismos psicológicos e institucionais¹⁸. (Davis, 1992; p. 137)

¹⁷ Os autores classificam situação de racionamento de crédito quando a : i. entre demandantes de fundos que parecem ser idênticos a partir das informações disponíveis aos bancos, alguns recebem recursos e outros não, mesmo que aceitem pagar taxas de juros mais elevadas; e ii. há grupos de indivíduos que, para dada oferta de crédito, não conseguem obter empréstimos a qualquer taxa de juros. (Stiglitz e Weiss, 1981; p.249/250).

¹⁸ A hipótese dos autores é que três mecanismos psicológicos afetariam as expectativas dos agentes diante da incerteza. Segundo o mecanismo da disponibilidade heurística, os agentes calculariam a probabilidade pela forma como as questões surgem em suas mentes, ou seja, dependem do tempo decorrido da última experiência e da intensidade com que esta ocorreu. O limite heurístico descreve a situação em que, após uma crise, a probabilidade de nova ocorrência seja tão baixa que é tratada como nula, não demandando atenção dos agentes. Um último mecanismo tratado é o da dissonância cognitiva, que se caracterizaria pelo efeito da disponibilidade de novas informações, que indiquem a possibilidade de problemas, sobre as suposições prévias. Estas questões seriam reforçadas por mecanismos institucionais tais como períodos curtos de

Durante períodos de expansão da economia a posição de capital dos emprestadores (capital/ativos) tende a cair, sendo que estes acabam emprestando para tomadores com níveis mais baixos de capital e observando o crescimento dos empréstimos em atraso. Este contexto aumenta a vulnerabilidade dos emprestadores a choques, sem que estes tenham completa percepção deste processo, pelo menos até que um choque de confiança ocorra. Um choque, mesmo que de pequenas proporções, pode causar forte crescimento do racionamento de crédito, gerando uma crise e nestes momentos os tomadores menos capitalizados são afetados de forma mais intensa do que os mais capitalizados.

De acordo com Guttentag e Herring (G&H), crises financeiras são caracterizadas por situação na qual tomadores que em outros momentos seriam capazes de obterem recursos de forma tranquila, passam a não ter acesso a recursos, independentemente das taxas que aceitem pagar. O crescimento de empréstimos em atraso acima de níveis aceitáveis faz com que novos empréstimos não sejam realizados e que mecanismos sejam montados de forma a diminuir este em atraso. Este grupo de tomadores passa a ser objeto de racionamento de crédito via quantidade. Tomadores que eram considerados de primeira linha passam a pagar elevados prêmios contra falência. Por se tornarem mais arriscados do ponto de vista do prestador, passam a vivenciar racionamento de crédito via preço. Neste processo alguns devedores, inclusive bancos, podem ser objeto de corridas e assim passarem por problemas de liquidez, e até há possibilidade de ocorrência de movimentos de contágio para tomadores similares.

Desta forma, tendo em vista as conclusões do modelo de G&H, é possível relacionar o racionamento de crédito à existência de crises financeiras. Estas conclusões fundamentam recomendações de mecanismos de regulação que minimizem tal questão, como o controle das taxas de capital dos bancos e a fixação de pesos de riscos.

1.4 Risco do Sistema

Uma vez tendo discutido as inter-relações entre função transformação exercida pelos bancos, possibilidade de corridas bancárias e risco sistêmico, realizar-se-á agora uma

avaliação da performance dos negociadores de empréstimos (do ponto de vista de empresa tomadora), rapidez com que dirigentes mudam de posição ausência ou fragilidade de medidas de ajuste ao risco das taxas de

discussão mais conceitual desta última característica inerente aos mercados financeiros. Tal discussão será feita a partir da contribuição de Aglietta.

Mudanças não antecipadas nos preços e/ou quantidades em mercados de crédito ou ativos financeiros podem gerar distúrbios nestes mercados. Estes distúrbios podem levar a falências bancárias, que podem ocasionar rupturas no sistema de pagamentos e problemas na capacidade de alocação de capitais nos mercados financeiros. Este transbordamento de problemas localizados em algumas instituições ou mercados para o sistema financeiro como um todo, e os possíveis efeitos sobre o funcionamento de outros segmentos da economia, caracteriza o conceito de risco sistêmico.

Os mercados financeiros mostram-se particularmente vulneráveis ao risco do sistema, uma vez que, em situações de crise, apresentam elevado potencial de propagação do risco entre os diferentes mercados, dado o mecanismo de corridas. Esta maior sensibilidade pode ser entendida a partir de características destes mercados: a função transformação exercida pelos bancos e os possíveis movimentos de contágio que podem resultar desta; a existência de assimetria de informações e o ambiente de incerteza no qual os agentes tomam suas decisões. Aglietta levanta algumas hipóteses sobre a relação entre o funcionamento dos mercados financeiros e a potencialidade do risco sistêmico. A primeira diz respeito à existência de assimetrias de informações nos mercados de crédito, que levaria a uma subestimação do risco e a um consequente sobreendividamento, agravando a fragilidade financeira. A segunda passa pela idéia de formação de preços dos ativos negociados nestes mercados em condições de liquidez restrita, que leva à alternância entre euforia e desilusão, em função da interação dos posicionamentos dos vários agentes do mercado, que pode levar a comportamentos coletivos como contágio e pânico, como já discutido acima¹⁹.

Segundo este autor, o risco sistêmico não é uma simples sobreposição de riscos independentes, mas sim de riscos que se influenciam mutuamente, resultando da interação dos comportamentos dos agentes e do contexto macroeconômico. Esta interação resulta do

retorno. (Davis, 1992; p.138/139)

¹⁹ É amplamente difundida entre os agentes dos mercados financeiros a idéia de que as consequências de posições individuais de risco e até iliquidez são bem mais graves se estas diferem daquelas tomadas pela média do mercado.

ambiente incerto no qual os agentes tomam suas decisões. Neste processo os agentes deparam-se com dois tipos de incerteza, quanto ao comportamento dos demais agentes e quanto à indefinição do futuro²⁰.

Diante de situações de risco, os agentes reagem de forma racional, mas este comportamento ao invés de levar a uma situação de melhor diversificação e distribuição dos riscos pode, em algumas situações, ocasionar um aumento da insegurança geral, ou seja, potencializar o risco do sistema²¹ (1995a). Assim, o autor credita a possibilidade de risco sistêmico não ao comportamento irracional dos agentes, mas sim à interdependência da atuação destes, condicionada pelo ambiente de incerteza, trabalhando com a idéia de uma racionalidade específica, a que chama de “racionalidade situada”, condicionada pela interação dos comportamentos individuais em ambientes marcados pela incerteza²². A partir disto, pensar o risco de uma forma “substantiva” não tem sentido. É preciso discutir o comportamento dos agentes de forma a explicitar as interações estratégicas. Com este intuito, formularam-se algumas hipóteses : da miopia intrínseca e da complementaridade estratégica.

Esta interdependência do comportamento dos agentes ocasionaria a existência de falhas de coordenação. As falhas de coordenação impediriam os agentes de perceberem os efeitos de suas ações, delineadas em nível individual e de forma racional, sobre os outros e sobre o mercado como um todo. Segundo Aglietta,

“Há uma falha de coordenação quando melhoras no bem estar social são possíveis, mas não podem ser alcançadas por ajustes de

²⁰ Convém lembrar, como o faz Aglietta (1998), que a atividade financeira é marcada pela existência de apostas sobre apostas, e que estas são formalizadas em contratos de dívidas. As apostas são montadas em contextos de incerteza e só existem em função da existência de divergência de opiniões quanto a este futuro incerto. A frustração inesperada de apostas construídas sobre posições alavancas pode gerar desequilíbrios patrimoniais irreparáveis e provocar colapsos das instituições envolvidas.

²¹ É possível então afirmar que as estruturas financeiras não são neutras, podendo influenciar o equilíbrio macroeconômico. O contexto macro pode afetar o comportamento micro dos agentes individuais, mas conjunção do comportamento dos diferentes agentes pode afetar a situação macroeconômica.

²² Aglietta constrói o conceito de “racionalidade situada” a partir de algumas hipóteses acerca das interações interindividuais em ambiente de incerteza. i) os agentes econômicos deparam-se com desequilíbrios financeiros incertos, ou seja imprevisíveis e não sujeitos à análise de probabilidade; ii) estes são endógenos, resultantes de ações não intencionais de outros agentes; iii) os agentes não podem reagir a estes desequilíbrios sem criar antecipações cruzadas através de suas situações financeiras; iv) os preços dos mercados de ativos não se pautam pelas informações pertinentes à formação das antecipações, sendo as posições financeiras herdadas do passado muito importantes (1992, p.10).

mercado, pois nenhum agente privado encontra incentivo para desviar-se do equilíbrio existente (1998; p. 3)”.

Assim, as falhas de coordenação existiriam quando, apesar de mudanças de estratégia dos agentes poderem levá-los uma situação de ganhos maiores (para todos), nenhum agente tende a mudar seu comportamento, mesmo que estes agentes estivessem atuando de forma racional. Estas falhas exprimiriam a “... *ineficácia da coordenação pela racionalidade individual* ...” (Lima, 1998; p.8). Assim, as falhas de coordenação mostrariam que mesmo que os agentes tomassem decisões a partir de sua racionalidade micro, a posição macro resultante não seria a melhor possível. Estas falhas podem levar a situações nas quais várias posições de equilíbrio sejam possíveis, sem que nenhuma delas implique em maior ou menor racionalidade do que a outra. Assim estas levariam a uma situação de equilíbrios múltiplos, não havendo uma situação melhor que a outra. De acordo com Lima, seriam “... *situações em que se realizam mais de um equilíbrio, sem que um deles implique maior ou menor racionalidade do que outros, como os que decorrem de falhas de coordenação em situações que envolvem complementaridades estratégicas* ...” (1998, p.9)

As falhas de coordenação seriam resultado do próprio modo de organização e funcionamento do sistema financeiro, podendo agravar as assimetrias de informações e ocasionar externalidades geradoras de maior fragilidade financeira. Esta maior fragilidade se expressaria em dois momentos distintos, antes e depois de realizada a negociação financeira, pela ocorrência de seleção adversa (anti-seleção) e risco moral. A seleção adversa teria importância antes da realização da negociação, ou seja, antes que o crédito seja concedido. Seria caracterizada pela incapacidade dos emprestadores de avaliarem de uma forma sempre correta os riscos dos tomadores e a possibilidade destes tornarem-se devedores (maus pagadores). O risco moral seria resultado de, uma vez realizada a operação, ou seja, concedido o crédito, os tomadores sentirem-se estimulados a assumirem posições de risco mais elevado em função de maior rentabilidade em potencial. Esta postura poderia ser interessante para o tomador, mas não para o emprestador, uma vez que riscos maiores afetariam o potencial de não-pagamento dos empréstimos. Este risco seria agravado pelo limitado raio de manobra que emprestadores têm para acompanhar e atuar sobre o uso dos fundos (contratos incompletos).

Tendo em vista esta dinâmica dos sistemas financeiros, marcada pelas interações entre os comportamentos dos vários agentes, ocasionada pelo contexto de incerteza e na presença de assimetrias de informações e de falhas de coordenação, Aglietta propõe a formulação de um novo conceito de equilíbrio econômico²³. Admite a existência de equilíbrios múltiplos, sendo todos os caminhos dependentes e variados²⁴. Entre as várias posições possíveis, estariam equilíbrios normais e anormais, sendo o risco sistêmico a realização de ajustes que levam de uma área de equilíbrio normal para outra de anormal²⁵ (Aglietta, 1995b).

Assim, para este autor o risco sistêmico seria, a transformação de ajustes que levariam de uma zona de equilíbrio normal para outra de equilíbrio anormal. Assim, a

“(..) ocorrência de equilíbrios subótimos, isto é, socialmente ineficientes, que podem se transformar em armadilhas para os sistemas econômicos, porque não há ajuste de mercado espontâneo, resultante do comportamento individual racional, que possa libertar o sistema da situação macroeconômica precária... (Aglietta, 1998, p.3)”

1.5 Incerteza

Keynes foi um dos primeiros autores a enfatizar a importância da incerteza quanto ao futuro, conferindo às expectativas um papel fundamental no processo de tomada de decisões dos agentes econômicos²⁶. Seguindo esta tradição, alguns autores discutem o

²³ Esta idéia de equilíbrios múltiplos também é trabalhada no modelo de D&D. Segundo este, a vulnerabilidade dos bancos a corridas seria resultado dos equilíbrios múltiplos com diferentes níveis de confiança (1984; p.402)

²⁴ Estes equilíbrios poderiam apresentar-se como pontos fixos, ciclos estacionários, pseudo-ciclos irregulares auto-suficientes, caos não explosivos (Aglietta, 1995)

²⁵ A caracterização de equilíbrios normais ou anormais seria função de : funções de bem estar social, preferências governamentais. Alguns autores apresentam a idéia de equilíbrios organizativos ou da existência de regras que não geram equilíbrio, isto porque a regulação do sistema financeiro e a própria forma de atuar da política econômica poderiam afetar o tipo de equilíbrio (Aglietta 1995a). Ao definir o risco sistêmico desta forma o autor afirma que não há como esconder a aproximação aos conceitos da macro convencional. No entanto, conceitos básicos da macro convencional são rejeitados. Os fundamentos micro de racionalidade substanciados pelas hipóteses de homogeneidade (dos ajustamentos), agregação (existência de agente representativo) e gradualismo (dos efeitos da política econômica) são incompatíveis com o ambiente de incerteza que leva ao equilíbrio anormal. (Aglietta, 1992)

²⁶ A despeito da importância assumida pela incerteza na lógica apresentada por Keynes, este não foi o primeiro autor a colocá-la no centro da discussão. Knight já o havia feito em *Risk, Uncertainty and Profit*, de 1921. A discussão em torno das expectativas ganhou espaço importante no debate econômico nos anos setentas, quando foram assimiladas por autores ortodoxos. Apresentavam-se, então, como expectativas racionais dos novos clássicos, não mais as expectativas com relação ao futuro incerto, discutidas por Keynes. Estes autores mudaram o foco da discussão de incerteza realizada por Keynes. Enquanto este destacava o

conceito de incerteza, preocupando-se com as possíveis implicações destas sobre o funcionamento da economia. Tendo em vista os objetivos do presente trabalho, a discussão da incerteza é pautada pela preocupação de como esta afeta a estabilidade dos mercados financeiros. Esta discussão será feita a partir de dois elementos distintos : mensurabilidade e formatos assumidos pela incerteza.

1.5.1 Incerteza : Mensurabilidade e Formato

As diferentes visões acerca das implicações da incerteza passam pela aceitação, ou não, de sua mensurabilidade²⁷. A possibilidade de mensuração é permeada por dois níveis de questões : o conceito de realidade externa com a qual os agentes tomadores de decisões se deparam e a capacidade destes agentes de entenderem tal realidade (Davidson, 1995).

Para autores que partem da existência de um mundo econômico real imutável, no qual informações quanto ao futuro podem ser processadas a partir de dados passados e presentes, a incerteza é mensurável²⁸. Assim, os agentes econômicos podem, incorrendo em alguns custos, utilizar-se de dados passados e presentes para calcular a probabilidade de que determinado evento ocorra com considerável grau de confiança. Este conceito de incerteza mensurável é bem próximo ao de risco, que pode ser calculado a partir de funções de probabilidade. Sendo assim, neste ambiente de incerteza mensurável, as questões centrais para os agentes tomadores de decisões seriam como obter informações confiáveis do mercado e quais os custos de processamento destas informações para antecipar os eventos futuros.

Alguns autores, tendo Keynes como ponto de partida, acreditam na existência de um mundo econômico real que, em algumas de suas dimensões, é mutável. Neste mundo onde mudanças ocorrem, cálculos da probabilidade de eventos futuros a partir de informações

papel das expectativas sobre as decisões de gastos em investimento e a preferência pela liquidez, aqueles discutem os efeitos das expectativas sobre as consequências das políticas monetária e fiscal, dando ênfase ao papel dos conhecimentos dos agentes e ao acesso destes a toda a gama de informações que têm relevância econômica. (Palley, 1993)

²⁷ Maiores detalhes acerca das diferentes formas de se tratar a incerteza são apresentados por Palley (1993).

²⁸ Teóricos ortodoxos do século XIX, em especial marginalistas que partiam da concorrência perfeita, acreditavam que os agentes econômicos tinham total conhecimento da realidade econômica imutável. Autores da teoria ortodoxa mais recente podem não mais partir da existência de conhecimento perfeito, mas

passadas e presentes podem não apresentar resultados relevantes, mesmo que os agentes tenham acesso e capacidade de processamento destas informações. Para Keynes e para autores pós-keynesianos, a incerteza, que exerce papel central no processo de tomada de decisões dos agentes econômicos, é imensurável dada a transmutabilidade da realidade econômica com a qual estes agentes se deparam. Assim, fundamenta-se a diferenciação entre risco e incerteza na dinâmica de funcionamento do mundo real²⁹.

Em processos nos quais as decisões a serem tomadas são rotineiras e repetitivas, nos quais é possível aceitar a existência de relativa imutabilidade ao menos no período considerado, em geral em prazos curtos, o cálculo do risco probabilístico pode mostrar-se viável. No entanto, em ambientes sujeitos a transformações, as decisões econômicas são tomadas sem que seja possível o uso de previsões quanto aos eventos futuros a partir de informações presentes. Nestes, a incerteza não pode ser reduzida a eventos probabilísticos, sendo o futuro imprevisível. Não se pode assumir o postulado que diz que indivíduos usam distribuição de probabilidade subjetiva ou objetiva para tomar decisões diante da incerteza.

Sendo assim, mesmo autores que discutem a importância da incerteza no mundo real e preocupam-se com as implicações desta sobre a dinâmica do processo econômico, aceitam que em alguns momentos e processos é possível que os agentes, em seus processos de tomada de decisões, deparem-se com ambientes marcados pela existência de riscos mensuráveis e não de incerteza imensurável. No entanto, segundo Keynes, as decisões econômicas mais importantes estariam, entre as quais as referentes a investimentos, acumulação de riqueza e mercados financeiros, seriam tomadas em ambientes marcados pela incerteza imensurável (Davidson, 1995). Tal imensurabilidade seria diretamente proporcional ao nível de instabilidade reinante na economia ou mercado em questão. Quanto mais instável, mais rápidas e intensas seriam mudanças nas condições de mercado.

continuam partindo da premissa de que o mundo real não muda, o que possibilita o cálculo de probabilidades de eventos futuros a partir de dados passados e presentes.

²⁹ Segundo Davidson (1995), chamado por alguns de keynesiano fundamentalista, a diferenciação entre risco e incerteza, pautada pela existência ou não de mutações na realidade econômica, teria sido uma das grandes contribuições de Keynes. A imensurabilidade da incerteza é discutida por este autor a partir das diferenças entre processos ergódicos e não-ergódicos. Nos processos ergódicos a incerteza seria passível de mensuração através de regras de probabilidade, envolvendo assim a idéia de risco. A discutida idéia de incerteza imensurável e a consequente não aplicabilidade da teoria da probabilidade caracterizaria os processos não-ergódicos.

Assim, quanto mais turbulentos são os mercados, maior o nível de incerteza que permeia a tomada de decisões dos agentes, ou seja, “ ... *quando a economia, e nossas expectativas desta, torna-se mais turbulenta, as restrições à mensurabilidade da incerteza assume crescente importância* ” (Dow, 1995; p.117).

Ao lado da mensurabilidade, a incerteza pode ser pensada a partir do formato que assume. Segundo Rotheim (1995), é possível diferenciar as incertezas epistemológica e ontológica, estando ambos formatos presentes na obra de Keynes. A incerteza epistemológica está associada à percepção dos agentes de sua incapacidade de compreensão e conhecimento de alguns elementos presentes no mundo real. Em outras palavras, a lógica por trás desta idéia de incerteza seria : “ *nós simplesmente não sabemos*”³⁰. O conceito de incerteza ontológica surge do caráter interativo das ações dos diferentes agentes, estando associado ao não conhecimento de elementos que ainda serão criados. O conhecimento da realidade externa sobre a qual as decisões devem ser tomadas só é efetivamente obtido após a concretização destas. Isto porque o agente econômico existe e atua dentro de um contexto social, que é afetado pelas decisões dos agentes individuais, assim como afeta tais decisões. O agente econômico só tem sentido quando percebe-se organicamente, ou seja, visceralmente ligado aos outros agentes e ao ambiente no qual toma decisões, decisões estas que são influenciadas por diferentes elementos, podendo estes serem, histórica e/ou contextualmente conhecidos, epistemologicamente e ontologicamente incertos³¹ (Rotheim, 1995). Assim, a

“Incerteza resulta da interação seqüencial entre os agentes envolvidos em um processo de tomada de decisões. Não importa a sofisticação da capacidade dos agentes de processamento, uma vez que todas as informações relevantes não existem (Fontana, 2000; p.30)”.

³⁰ Esta frase encontra-se em artigo de Keynes publicado no *Quartely Journal of Economics* de fevereiro de 1937. Estaria relacionada à idéia de incerteza “ bombástica”, associada a autores chamados de keynesianos fundamentalistas , tais como Shackle e Davidson (Rotheim, 1995). Na verdade, a despeito desta classificação, na discussão de incerteza realizada por Davidson a importância dos efeitos da interação das decisões dos agentes já está colocada.

³¹ Rotheim (1995) constrói uma graduação dos elementos importantes para suas decisões a partir do nível de conhecimento dos agentes i) elementos conhecidos que nos dão a confiança de que o que esperamos irá acontecer; ii) elementos de que não temos total conhecimento, mas que apresentam subsídios de natureza histórica e contextual para o embasamento de nossas decisões; iii) elementos sujeitos à incerteza epistemológica; e iv) elementos sujeitos à incerteza ontológica.

1.5.2 Incerteza e Comportamento Convencional

Uma vez discutidas as idéias de mensurabilidade e formatos da incerteza e, em especial, o conceito de incerteza ontológica, há que se pensar uma questão fundamental: como interagem a existência da incerteza e a estabilidade econômica. Esta interação parece ter mão dupla. Que a incerteza cresce em períodos marcados pelo aumento da instabilidade parece ser uma idéia clara. Mas a questão que fica é como a presença de incerteza pode afetar a estabilidade do sistema. O ambiente no qual os agentes econômicos tomam suas decisões é marcado pela incerteza. Uma das formas encontradas pelos agentes para fazer face à falta de informações que permeia as tomadas de decisões é a adoção de comportamento convencional. Ao recorrerem às convenções, os agentes supõem que a atual situação dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que existam motivos concretos para que alguma mudança ocorra. Convém destacar que esta postura dos agentes não significa que estes acreditem que mudanças não vão ocorrer, mas que tendo em vista as informações disponíveis, confiam que a avaliação do mercado seja a melhor dentro das possibilidades. Nas palavras de Keynes,

“Efetivamente, estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira que a ela se chegou, é singularmente correta em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico esta avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada (1936, p.111)”.

Se por um lado a adoção deste tipo de comportamento pelos agentes proporciona relativa estabilidade ao movimento econômico, por outro, em algumas situações, pode gerar ou agravar quadros de instabilidade nos mercados financeiros. Isto porque a adoção de convenções gera tomadas de posições na mesma direção, o que cria uma certa socialização do comportamento dos agentes. Este posicionamento tende a agravar ondas de otimismo e pessimismo, que implicam entradas e saídas em bloco de posições assumidas em determinados produtos e/ou mercados financeiros³². Frustrações das expectativas que

³² Exemplos destes movimentos serão apresentados no próximo capítulo. Mas pode-se adiantar que os efeitos do fluxo de capitais em direção aos mercados de economias em desenvolvimento, como as asiáticas, mostram-se elucidativos de como o comportamento dos agentes em conjunto pode afetar negativamente a estabilidade dos mercados.

nortearam a adoção do comportamento convencional, ou seja, descolamentos entre a convenção adotada pelos agentes e o movimento efetivamente verificado na economia, podem gerar perdas relevantes³³. Estas perdas podem gerar crises, movimentos de pânico e fuga de posições, contágio e, dependendo da magnitude e da importância das posições coletivas, levar ao risco do sistema.

1.5.3 Incertezas e Assimetrias de Informações nos Mercados Financeiros

Dymski (1993) faz um esforço importante no sentido de tornar compatíveis, no contexto dos mercados financeiros, os conceitos de incerteza, tal como trabalhado por autores pós-keynesianos, e assimetrias de informações, construído no bojo da discussão novo-keynesiana. Neste sentido, este autor destaca que o significado da incerteza keynesiana presente nos discutidos mercados seria pautado por algumas questões: i) faltam aos agentes informações sem custos acerca das verdadeiras questões da economia; ii) nos mercados de crédito, os emprestadores não conseguem obter informações suficientes de forma a avaliar a situação do tomador em cada situação provável do futuro e assim calcular a probabilidade de cada situação possível³⁴; iii) os agentes nem sempre têm elementos para avaliar em que sentido os resultados obtidos foram causados por suas decisões; e por fim iv) esta ausência de parâmetros que marca as situações de incerteza implica a impossibilidade de prevenção do risco sistêmico. Diante deste quadro de falta de informações e ausência de parâmetros, os agentes fundamentariam suas decisões em regras. Assim estas seriam *rule-governed*, ou seja, fundamentadas no comportamento convencional. Observando-se uns aos outros os agentes estariam se protegendo. Em casos de crise sistêmica, as instituições financeiras que apresentassem posições parecidas com as observadas no mercado teriam maiores chances de serem resgatadas em casos de falência do que teriam se tivessem posições diferentes da maioria. Isto posto, é possível depreender

³³ Há que se destacar que essas perdas são exacerbadas em contextos marcados pela busca dos agentes por posições mais líquidas, em resposta à acentuação da incerteza. Estes movimentos de mudança de posição podem levar a variações abruptas nos preços dos ativos, em especial a partir da nova dinâmica dos mercados financeiros inaugurada a partir das transformações nas décadas de oitenta e noventa, conforme será discutido mais adiante.

³⁴ Neal (1996) acredita que este posicionamento é extremado, uma vez que os bancos são capazes de levantar, no mínimo, algumas informações quanto ao futuro e assim avaliar a capacidade de pagamento dos tomadores potenciais. É possível até classifica-los a partir do tipo de empréstimo que está sendo tomado e assim avaliar o

das afirmações de Dimsky que a incerteza presente nos mercados financeiros, em especial bancários, é influenciada pela existência de assimetrias de informações. Na verdade este autor acredita existir uma complementaridade entre os conceitos de assimetria de informações e incerteza. Assim, estudos acerca da estrutura financeira deveriam considerar ambas, em função do contexto mais amplo vivenciado pelos mercados. Em períodos de tranquilidade, o comportamento dos bancos poderia ser entendido a partir de decisões sob assimetria de informações. No entanto, em períodos de turbulência, caberia uma análise do comportamento dos bancos a partir do instrumental da incerteza fundamental³⁵. A idéia de complementaridade também é apresentada por Neal (1996). Este autor acredita que o comportamento dos agentes nos momentos de decisões deve ser pensado dentro do espectro de suas possibilidades, sendo em alguns momentos pautados pelos cálculos de riscos e em outros por regras e convenções.

Fazzari, S. & Variato (1994) discutem a existência de restrições à realização de empréstimos nos mercados financeiros, associando estas à presença de incerteza e assimetrias de informações. Acreditam ser inócuo o debate acerca da origem destes constrangimentos, se seriam resultado da existência de assimetrias ou da incerteza, uma vez que “*os dois conceitos estão inerentemente ligados no mundo real*”(p.364). A explicação para tal conexão seria que, em ambientes marcados pela incerteza, as expectativas quanto ao futuro seriam influenciadas não só por elementos objetivos como também pelas interpretações que os agentes fazem destes. Assim, mesmo que os agentes tivessem acesso às mesmas informações, ou seja, que houvesse informações simétricas, poderiam interpretá-las de formas diferentes para a formação de suas expectativas quanto ao futuro, o que implicaria a existência de assimetrias de informações, isto é, “*... incerteza, através da necessidade de interpretação antes da atuação, implica na existência de assimetrias de informações em qualquer contexto do mundo real.*” (Fazzari, S. & Variato, 1994; p.364)

Como contraponto ao conceito de incerteza apresenta-se a idéia de risco, mensurável e previsível através da teoria da probabilidade. A lógica de que agentes tomam

risco da atividade em questão. A avaliação pode não ser possível em termos cardinais, mas certamente o é em termos ordinais.

³⁵ Ees e Garretsen (1993) discordam desta possibilidade de complementaridade proposta por Dymki. Isto porque estes conceitos são tratados a partir de diferentes visões de comportamento do mundo real, não podendo haver consistência lógica entre esquemas que partem da ergodicidade e da não ergodicidade.

suas decisões em condições de risco estaria por trás do conceito de assimetria de informações apresentado por autores novo-keynesianos.

A intensificação da incerteza em momentos de crescimento de turbulências nos mercados financeiros parece direta. A compreensão do movimento oposto, ou seja, os efeitos de tomadas de decisões em ambiente de incerteza sobre o nível de estabilidade/instabilidade, está entre os objetivos do presente capítulo.

Como discutido acima, as economias capitalistas são marcadas pela presença de incerteza, dada a presença de constantes transformações. Ao tomarem decisões, os agentes econômicos deparam-se com situações de incerteza, que segundo alguns autores, podem apresentar diferentes graus. Os agentes econômicos deparam-se com mundo real sujeito a transformações, no qual cálculos da probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes podem não se mostrar relevantes. A incerteza existe porque os agentes não conhecem o futuro, mas em especial, porque não têm como adiantar os efeitos de suas ações e de outros agentes relevantes sobre o mundo real. A questão que se coloca diante deste ambiente de incerteza é: como os agentes tomam decisões, em especial quando percebem que estas podem alterar o estado do mundo real e que um possível retorno ao contexto prévio, em caso de arrependimento, pode mostrar-se custoso, se não inviável? A resposta dada por Keynes é que os agentes guiam-se por convenções, *animal spirits* ou postergam a decisão.

A postergação da decisão só é possível em função da existência de ativos que garantam a manutenção dos recursos na forma líquida, possibilitando que a decisão possa ser tomada em outro momento no futuro. Assim, nestes momentos, os agentes apresentam uma crescente preferência pela liquidez, uma vez que, segundo Keynes, o dinheiro é o elo entre o presente e o futuro. Em momentos de aumento de incerteza, os agentes tendem a procurar posições mais líquidas, o que em um mundo de finanças securitizadas, pode agravar o movimento de queda dos preços dos ativos e agravar situações de crise³⁶. Assim, a existência de incerteza pode agravar a instabilidade do sistema.

³⁶ O crescimento da securitização de ativos e passivos e seus efeitos sobre o funcionamento dos mercados financeiros serão discutidos no capítulo terceiro.

O objetivo da discussão do conceito de incerteza foi explicitar os efeitos significativos da tomada de decisões em ambiente de incerteza sobre a instabilidade financeira e desta forma entender o papel da incerteza na gestação de crises financeiras. Na discussão de risco sistêmico, Aglietta confere significativa importância à incerteza no processo de interação dos riscos dos diferentes agentes. No mesmo sentido, a interação das ações dos agentes tomadores de opinião é fundamental para a construção do conceito de incerteza ontológica. A incerteza explica o comportamento de agentes em contextos de crises financeiras a partir do modelo de *G&H*. A conjunção de elevados níveis de incerteza, ocorrência de surpresas adversas e existência de informação imperfeita pode ocasionar quebras de confiança, corridas e pânico. Esta situação leva agentes a repensarem suas decisões e processos de decisões. Davis afirma ser possível explicar vários fatores que afetam as crises financeiras a partir de decisões serem tomadas em clima de incerteza. Isto seria válido mesmo tendo em vista a idéia de complementaridade entre assimetria de informações e incerteza, da forma como apresentado por Dymski, uma vez que se está pensando em momentos de turbulências, nos quais a incerteza vigora e em geral nos quais são criadas as crises financeiras.

Tendo em vista a discussão realizada, é possível afirmar que a presença de incerteza e assimetrias de informações em mercados financeiros não sejam excludentes, a despeito das grandes diferenças presentes nos arcabouços teóricos que dão origem a estes conceitos. São conceitos diferentes e não antagônicos, podendo coexistir e afetar de forma conjunta, em maior ou menor grau em função das condições vigentes, o comportamento dos agentes atuantes nos mercados financeiros influenciando assim a dinâmica destes mercados.

1.6 Regulamentação Bancária

Na primeira parte deste capítulo foram discutidas particularidades dos mercados financeiros, em especial bancários, que explicitam a maior suscetibilidade destes à ocorrência de crises. Tais especificidades estão por trás da existência de regras e normas que permeiam o funcionamento das instituições e mercados financeiros. É curioso perceber que as discussões em torno da regulamentação e supervisão dos mercados financeiros ganham contornos mais eloqüentes em situações de falências bancárias, em especial quando

há o envolvimento de grandes instituições, o mesmo não ocorrendo quando os bancos operam sem dificuldades.

De uma forma mais geral, a regulamentação sobre os mercados financeiros pode ser entendida como o conjunto de controles sobre diferentes aspectos das atividades financeiras: a criação de moeda; o crédito; os mercados financeiros; e por fim a regulamentação prudencial³⁷.

O controle da criação de moeda apresenta como questão central a geração privada de moeda pelos bancos. Este grupo de regulamentações encontra-se diretamente relacionado ao controle, por parte do Banco Central, do nível das reservas bancárias através dos instrumentos de política monetária, tais como o requerimento de reservas compulsórias, a janela de redesconto e a política de mercado aberto. Através do controle seletivo sobre o crédito as autoridades procuram direcionar a alocação de recursos nas operações de crédito, de acordo com os objetivos maiores da política econômica.

A regulamentação prudencial ou de segurança tem como objetivos centrais assegurar a solidez e a segurança do sistema, visando combater a instabilidade inerente aos mercados financeiros, e garantir proteção aos agentes depositantes do sistema. Isto posto e tendo em vista a hipótese central que permeia o presente trabalho, acredita-se ser necessário discutir alguns dos mecanismos tradicionais de regulação bancária. Para tal serão apresentados objetivos e justificativas da regulamentação, e discutidos os mecanismos que serão agrupados a partir da seguinte lógica: regras de comportamento, de supervisão e de intervenção. (melhorar idéia)

1.6.1 Regulamentação : Objetivos e Justificativas

Os objetivos e a própria razão de existência de regulamentações têm sido objeto de ampla discussão. Uma vasta gama de autores vêem a regulação financeira como uma questão de interesse público e até instrumento de política econômica (Gowland, 1991; Shull, 1994). Gowland (1991) acredita que os objetivos da regulamentação devem ser determinados pelos objetivos mais gerais da política econômica, em especial da política

⁴⁷ Esta diferenciação entre os diferentes grupos de regulamentação foi extraída de Guttman (1989).

monetária. Os objetivos desta deveriam ir além dos conjunturais como a estabilização, devendo perseguir outros mais estruturais, tais como a eficiência e a estabilidade dos mercados. No entanto, pode haver, nos mercados financeiros, um *trade-off* entre estabilidade e eficiência, em especial em contexto de crescente internacionalização³⁸. A regulamentação e a política monetária influenciam-se mutuamente. As implicações do esquema de regras sobre a efetividade da política monetária é discutida por Edwards (1996). Este autor mostra-se crítico à idéia de que esta efetividade está vinculada à conformação do sistema bancário, ou seja, de que quanto mais restrita for a atuação dos bancos, maior será a eficiência da discutida política. Esta idéia, um dos mitos que são alvo de questionamento deste autor, está associada ao controle da oferta monetária através da exigência de reservas compulsórias³⁹. Assim, o crescimento da operacionalização de instrumentos financeiros não sujeitos à exigência destas reservas problematizaria o controle da oferta monetária. A crítica do autor passa pela possibilidade de serem exigidas reservas compulsórias também de instituições financeiras não-bancárias. Some-se a isto a lembrança de que para o controle da oferta monetária, ao lado do sistema de reservas compulsórias, as autoridades monetárias podem utilizar-se de outros instrumentos de política monetária, entre os quais a política de mercado aberto, que podem afetar a liquidez do sistema financeiro como um todo, não somente os bancos em sentido mais estrito.

A despeito da lógica do presente trabalho ser de que a instabilidade é inerente aos mercados financeiros, ou seja, está diretamente associada à sua dinâmica de funcionamento, são inegáveis os efeitos que mudanças repentinas, muitas vezes drásticas, da política monetária sobre a saúde dos bancos. Isto porque estes bancos podem ter dificuldades de se ajustar rapidamente à nova situação⁴⁰. Mudanças bruscas e não antecipadas nos preços e

³⁸ O autor exemplifica este possível paradoxo a partir da dificuldade que pequenos tomadores teriam em obter fundos se o critério eficiência fosse o único levado em consideração pelos emprestadores.

³⁹ As idéias que este autor procura desmitificar muitas sem vezes elementos suficientes, algumas das quais serão discutidas no presente trabalho, são: i) seguro depósito é necessário para a estabilização financeira; ii) falência bancária e instabilidade financeira são a mesma coisa; iii) política monetária requer uma definição restrita de bancos; iv) a separação entre atividades bancárias é necessária para estabilidade financeira; v) o sistema de pagamentos requer a separação entre bancos e comércio; e por fim vi) um sistema formado por pequenos bancos implica maiores possibilidades de crise.

⁴⁰ Entre estas dificuldades podem-se apresentar incapacidade dos bancos de repactuarem suas carteiras de empréstimos diante do maior custo de captação de recursos resultante de um forte aumento das taxas de juros, ou de recompor suas carteiras de passivos voláteis, em especial papéis cujos preços são fortemente afetados pelo aumento das taxas de juros.

condições da liquidez podem ocasionar a quebra de parte importante dos tomadores, em especial quando estas ocorrem após períodos de prosperidade, nos quais os agentes têm acesso facilitado às diferentes linhas de crédito, sejam estas tradicionais ou através da colocação de papéis. Segundo Shull (1994) o contínuo potencial para *credit crunchs* tem sido freqüentemente subestimado pelas autoridades – monetárias e/ou reguladoras – e pelos agentes do mercado, em especial porque a existência, o sentido e a intensidade das mudanças em geral não são previsíveis em um mundo onde existe incerteza. Desta forma, mudanças repentinas na política monetária podem colocar uma situação de fragilidade e até insolvência não antecipadas pelas instituições bancárias e pelo esquema de regulamentação vigente, que nem sempre conta com os instrumentos para se adiantar a tais situações.

A percepção da existência de falhas de mercado nos mercados financeiros - discussão esta apresentada na parte inicial do capítulo no âmbito da discussão de assimetria de informações – sustenta para alguns autores a necessidade de serem desenhados métodos de regulação e supervisão que procurem minimizar, se não eliminar estas falhas.(Gowland, 1991; Goodhart, 1995)

Apresentam-se duas linhas de argumentos que justificariam a existência de regras e normas. A primeira linha parte de um enfoque microeconômico e destaca a necessidade de serem criados mecanismos de proteção aos investidores. Este argumento refere-se em especial às pequenas instituições e demanda a concepção de estratégias que evitem a exploração de pequenos depositantes e imponham restrições e penalizações que atuem fora das regras estipuladas. A segunda linha ressalta a importância de regras que garantam a saúde e solidez dos sistemas financeiros, partindo de um enfoque macroeconômico no qual a estabilidade está relacionada especialmente a grandes instituições e demanda a realização de grandes acordos consensuais⁴¹. Embora distintas, estas linhas não se mostram excludentes, podendo até ser pensadas como complementares. De qualquer forma, medidas e/ou eventos que influenciem a solvência das instituições afetam as duas instâncias, quais sejam, a segurança do poupador e a do sistema como um todo.

⁴¹ Segundo Goodhart (1995), estas grandes diferenças justificariam a realização destas funções, de proteção ao pequeno poupador e garantia de solidez do sistema, por diferentes agentes/autoridades.

O cerne das justificativas apresentadas pela primeira linha de argumentos pró-regulamentação encontra-se na idéia de estabilidade sob o prisma dos usuários do sistema. A necessidade de proteção ao depositante, especialmente ao pequeno, estaria centrada na percepção de que investidores e depositantes não têm como avaliar os riscos das instituições financeiras onde depositam, seja porque não têm acesso à informações, ou porque não sabem entendê-las⁴². Para uma avaliação segura dos produtos e serviços transacionados por estas instituições caberia aos investidores e depositantes o cumprimento de várias funções tais como auditoria e intervenção, funções estas muitas vezes caras, complexas e dispendiosas de tempo, o que se mostraria infactível para grande parte destes agentes. Haveria assim a existência de assimetrias de informações entre as diferentes partes envolvidas nos contratos financeiros: depositantes/bancos e bancos/tomadores (Dewatripont & Tirole, 1993). Desta forma, as normas e regras deveriam vir no sentido de atenuar estas falhas do sistema, procurando garantir a equidade para todos os agentes (Edwards, 1996). Esta seria a lógica da hipótese da representação defendida por Dewatripont & Tirole (1993), qual seja, a presença insuficiente de estímulos à monitoração de instituições por investidores/depositantes coloca a necessidade da existência de representantes públicos e privados que o façam⁴³. Goodhart (1995) defende que as maiores possibilidades de fraudes e maus usos dos recursos observadas nestes mercados, dada a própria natureza das operações, justificariam a necessidade de proteção de depositantes⁴⁴. Sob esta lógica, se o mercado financeiro fosse formado somente por grandes investidores de atacado não haveria necessidade da existência de regulamentação (Goodhart, 1995). Desta forma, as regras, sejam de comportamento e/ou intervenção, deveriam ser permeadas pela possibilidade dos investidores escolherem entre instrumentos sujeitos a diferentes

⁴² Dewatripont & Tirole (1993) apresentam visão muito crítica com relação aos argumentos freqüentemente utilizados para justificar a regulamentação de produtos e serviços bancários, tais como a função transformação, a participação no sistema de pagamentos, o nível de alavancagem destas instituições ou a existência de seguros de depósitos. Para estes autores a principal figura para o desenho do sistema de regulamentação deveria ser a proteção aos depositantes.

⁴³ Os autores apresentam uma lógica mais complexa de regulação na qual a regulação pública implementada pelas autoridades reguladoras seria acompanhada pelo poder de representação de instituições financeiras através da formação de grupos, implicando a formação de reguladores e seguradores privados. Sugerem uma conformação piramidal de instituições, na qual as do topo seriam reguladas publicamente, servindo em algumas situações como reguladoras/seguradoras privadas para as instituições da base.

⁴⁴ Do ponto de vista dos poupadores, os produtos negociados nestes mercados envolvem a troca entre dinheiro no presente e promessa de dinheiro no futuro, o que gera uma série de possibilidades de fraudes e mau uso

graus de regulação, tendo em vista seus objetivos de posicionamento de risco. Aos investidores menos sofisticados, em geral os pequenos (varejistas), caberia um esquema de proteção para promessas falhas.

A segunda linha de defesa da regulamentação é de natureza macro e refere-se à necessidade de garantir sistemas financeiros seguros e sólidos. O esquema regulamentário é estruturado e deve ser compreendido a partir da organização institucional do sistema formado pelas instituições, público e em especial autoridade reguladora. Em grande parte dos casos a regulamentação e supervisão do sistema são exercidos pela autoridade monetária, dada a difícil dissociação entre as estabilidades monetária e financeira.⁴⁵ Neste sentido, as regras e normas teriam como objetivo garantir a estabilidade sistêmica, devendo ser desenhadas de forma a :

- i) garantir que somente bancos viáveis economicamente estejam autorizados a funcionar;
- ii) limitar a adoção de riscos excessivos por parte das instituições e promover medidas corretivas e restritivas com relação às fracas (IMF, 1998) .
- iii) assegurar sistemas financeiros competitivos, em que abusos de monopólio sejam evitados
- iv) lidar com efeitos de externalidades, tais como as corridas bancárias e seus efeitos sobre a estabilidade financeira (Goodhart, 1995)
- v) minimizar possíveis discrepâncias entre retornos sociais e privados

Entre as questões que se colocam para a determinação das fronteiras da regulamentação bancária destacam-se dois níveis de percepção : i) se a instituição vive crise de iliquidez ou insolvência; ii) se o problema de insolvência é de uma instituição ou grupo específico de instituições ou se o problema é de solvência do sistema, ou seja, se a falência de determinada instituição aumenta de forma significativa a probabilidade de

dos recursos, uma vez que os administradores podem optar por usar os recursos em benefício próprio e não dos depositantes.

⁴⁵ A separação das funções de regulação/ supervisão e gestão monetária tem sido amplamente discutida, e em alguns casos, como no inglês, a separação efetivada. Os argumentos que substanciam a gestão separada ou conjunta destas funções serão discutidas posteriormente. Isto porque, em casos de crises financeiras, generalizadas ou não, cabe as autoridades monetárias socorrer as instituições com problemas, através de seu papel de prestador em última instância.

falência de outras. As segundas situações é que devem ser alvo de intervenção pelas autoridades reguladoras/supervisoras. Mas tal discernimento pode mostrar-se bastante problemático, em especial em meio a situações de crise, quando nem sempre está claro para as autoridades se sua atuação está salvando uma instituição específica ou evitando problemas no sistema como um todo. Entre os sinais que podem contribuir para a decisão da autoridade está o tamanho da instituição com problemas. A fundamentação passa pela idéia de que o movimento de contágio da falência de um grande banco deve ser mais importante do que o proveniente de um pequeno, ou seja, vale a conhecida regra do “*too big to fail*”. Gowland (1991) acredita que se está claro que as autoridades devem perseguir a estabilidade e solvência do sistema como um todo, prevenir a quebra de um dos elementos do sistema pode mostrar-se fundamental. Assim, a questão que sempre se coloca diante das autoridades reguladoras/supervisoras é se deve atuar sobre um problema que pode vir a ser sistêmico, levando-se em conta os custos sociais desta atuação. Edwards (1996) mostra-se céptico diante desta lógica, criticando o que chama de mítica confusão entre falência bancária e instabilidade financeira. Segundo este autor, falências bancárias não implicam necessariamente quebra de mercado, do depositante e custos sociais, podendo significar simples transferência de propriedade, com perdas centradas em proprietários anteriores. O tamanho do problema vai ser função do tempo que os reguladores levam para intervir nas instituições problemáticas. Assim, a possibilidade de saída de uma situação de falência de instituição bancária sem grandes perdas ou custos sociais está diretamente atrelada à capacidade de atuação da autoridade reguladora/supervisora. Fica claro que o autor ignora a possibilidade da ocorrência de corridas bancárias, até porque espera das autoridades reguladoras uma atuação rápida e precisa.

Algumas considerações podem ser feitas acerca da relação custo-benefício da regulação. Autores mais críticos à intervenção do estado, como Postner e Stigler, entre outros, especialmente os ligados à Escola de Chicago, descrevem modelos teóricos em que a regulação é colocada como indesejada, uma vez que atua contra o interesse público. A imposição de regras acarretaria custos, ao governo e ao próprio mercado⁴⁶. Além dos custos, nem sempre aparentes, as regras e normas poderiam trazer malefícios como o risco

⁴⁶ Entre os custos extras impostos aos agentes privados destacam-se *compliance costs*, custos de aceitação ou obediência.

moral e a perda do bem-estar econômico. Esta perda de bem-estar estaria relacionada à idéia de que, diante das regras, os agentes estariam realizando menos transações do que fariam na sua ausência. No entanto, cabe destacar que as operações ou mesmo inovações cerceadas pela existência de regras não necessariamente visariam o “interesse público”, dado o constante descasamento entre benefícios privados e coletivos.

Goodhart (1995) ressalta que os objetivos da regulação podem ser palpáveis, porém custosos. Sendo assim, a criação e a monitoração de regras por órgãos externos às instituições financeiras só trariam benefícios quando forçassem as instituições reguladas a fazer algo que não fariam por vontade própria. Os custos da regulação seriam compostos por diretos e indiretos. Estes últimos, que podem ser maiores, mas certamente mais difíceis de se mensurar, ficariam às expensas dos regulados, podendo também refletir oportunidades de negócios perdidas em função de restrições colocadas pelas regras. A regulação só seria então desejada quando os benefícios fossem maiores do que os custos. Entre os benefícios poderiam ser destacados: a minoração do perigo de instabilidade do sistema, a proteção a investidores, a troca de informações entre reguladores, a possibilidade de colocação de diretrizes para o sistema como um todo. Partindo desta discussão de custo-benefício o autor teme por uma tendência à regulação excessiva⁴⁷. Isto por que este autor acredita que exista uma tendência de pressões e incentivos à regulação excessiva, uma vez que os benefícios são claros, o mesmo não ocorrendo com os custos, mesmo os diretos. Em contexto de falência da regulação, a tendência seria de intensificação e não atenuação das regras, uma vez que a explicação para a falência é de que a regulamentação não era forte suficiente para impedir o problema. Em geral os reguladores são pressionados a atuar de forma a minimizar a possibilidade de falhas no sistema, e não a diminuir padrões excessivos de segurança e custos; certamente não seriam elogiados por diminuir custos ou preços pagos por consumidores, uma vez que estes não são explícitos, mas são execrados em casos de falhas. A discussão crítica em torno da atuação de regulação, excessiva ou não, é vista por alguns autores, como Gowland, como benéfica, uma vez que oferece o contraponto à visão de regulação não deva ser questionada como benefício social.

⁴⁷ Esta preocupação de Goodhart não só com a regulação excessiva como também com a tendência ao crescimento é discutida em vários trabalhos publicados pelo autor.

1.6.2 Regras de Comportamento, Supervisão e Intervenção

As regras de comportamento colocam medidas de caráter preventivo, que procuram restringir a vocação inerente às instituições financeiras em assumir riscos. Entre estas medidas podem-se destacar: taxas prudenciais, em especial os requerimentos de níveis mínimos de capital e liquidez, controles sobre as taxas de juros, restrições à entrada de novas instituições, limitações à propriedade de diferentes instituições, regras de diversificação de aplicações e restrições do tamanho e espaço de atuação das instituições .

Dentre os instrumentos que compõem as regras de comportamento destacam-se os requerimentos mínimos de capital. Através destes a autoridade reguladora impõe aos bancos a manutenção de uma relação mínima entre capital próprio e ativos em carteira, relação esta chamada de taxa de capital. O objetivo principal é fazer com que os bancos tenham um mínimo de capital que possa atuar como colchão amortecedor em situações adversas, de forma que perdas não esperadas possam ser absorvidas. Quando a taxa de adequação de capital é resultado da ponderação do risco envolvido na posição ativa, como no modelo promovido pelo Acordo da Basiléia, espera-se também que os administradores e proprietários sintam-se estimulados a atuarem de forma segura, uma vez que quanto mais arriscadas as operações, maior é o nível de capital a ser mantido. Uma vez que o capital é visto como uma forma de proteção contra falências, a taxa de capital é vista como um indicador do nível de solvência da instituição.

O papel desempenhado pelos requerimentos mínimos de capital pode implicar conflitos entre os objetivos a serem perseguidos pelos bancos. Estes conflitos surgem da lógica deste instrumento de dar suporte e colocar limites à atuação do banco. Se por um lado a solidez do banco é medida pelo nível de capital próprio que ele mantém com relação à sua carteira de ativos, por outro são os ganhos que fundamentam a elevação deste capital. A questão é que, em geral, o tamanho dos ganhos e das perdas é proporcional ao tamanho do risco assumido (Shull, 1994).

As regras de supervisão norteiam o constante acompanhamento do cumprimento de leis bancárias e regras de comportamento estipuladas pelo esquema regulamentário vigente, entre as quais as exigências quanto à abertura pública de informações sobre os balanços

bancários. A atuação da autoridade supervisora pode ser realizada através de monitoração externa ou de visitas no local. A monitoração externa é realizada a partir da avaliação de informações qualitativas e quantitativas fornecidas pelos bancos, assim como pela análise macro do ambiente no qual estas instituições operam. As visitas *in loco* consistem em inspeções nos bancos, que podem ser realizadas de forma regular ou especial, direcionadas para instituições onde tenham sido detectados problemas pela monitoração externa. Em alguns países, a supervisão é complementada pela auditoria de agentes externos. O papel de supervisão tem assumido importância crescente, em especial para autores crenes na eficiência dos mercados. Para estes, se a agência supervisora garantisse a total abertura das informações, possibilitando uma eficiente ação disciplinadora do mercado, regulamentações mais restritivas seriam prescindíveis. Apesar destas posições extremas, é razoável pensar-se na coordenação entre as regras de comportamento e de supervisão, com as últimas servindo como complemento e garantia às primeiras.

A implementação de seguros de depósitos e a atuação da autoridade monetária enquanto prestador em última instância destacam-se entre as medidas de proteção. Na terminologia aqui adotada, as normas que permeiam a utilização destes instrumentos – na literatura denominados redes de proteção – pelas autoridades são chamadas de regras de intervenção. Isto porque, implicam a atuação de um agente externo – autoridade reguladora e/ou monetária – sobre o funcionamento do mercado. Se as regras de comportamento e supervisão atuam no sentido de prevenir crises, as regras de intervenção são construídas para solucionar situações adversas, tais como turbulências resultantes de falências e corridas bancárias, em especial quando se coloca a possibilidade de risco do sistema. A lógica que permeia a adoção destes mecanismos é a proteção aos parceiros de instituições em falência, sejam estes clientes ou outras instituições. São medidas que buscam minimizar os problemas nas instituições bancárias, seja em casos de problemas de liquidez, com a atuação do prestador em última instância, seja em caso de falências bancárias, com o seguro de depósito.

Os seguros de depósito são mecanismos da regulamentação que vêm a responder à necessidade de proteção aos depositantes em contextos de falências, minimizando o risco de ocorrência de corridas bancárias. Apesar deste benefício, este instrumento é alvo de

críticas de uma ampla gama de autores (Gowland, 1991). A fundamentação das críticas é que estes seguros geram risco moral, uma vez que podem induzir a comportamentos frágeis. O risco moral,

“(...) descreve mudanças no comportamento do setor privado que ocorrem em resposta a alguma mudança institucional ou outras, produzindo efeitos não desejáveis e contraprodutivo (Gowland, 1991; p.21)”.

Assim, a origem do risco moral seria os efeitos da proteção oferecida pela agência seguradora sobre o comportamento dos agentes, depositantes ou bancos. Diante da certeza do recebimento de seus recursos mesmo em caso de falência da instituição depositária, os depositantes não se sentiriam estimulados a analisar os ativos destas, deixando de exercer a fundamental função disciplinadora de mercado. As instituições depositárias não se esforçariam para manter ativos de qualidade e liquidez que seriam necessários fazerem frente a possíveis movimentos de retiradas, assumindo muitas vezes riscos maiores do que tomariam na ausência do seguro.

A percepção da existência de vantagens e desvantagens do uso deste instrumento tem trazido à tona discussões em torno da mitigação destas últimas. Uma delas seria a adoção de seguros de depósito parciais, que protegeriam somente uma parcela de depositantes, os mais frágeis. Desta forma, os agentes, em especial pequenos poupadores, poderiam escolher entre instrumentos mais arriscados ou mais seguros. Este tipo de mecanismo possibilitaria a monitoração dos bancos através da combinação de informações públicas e privadas (Bhatattacharia, 1998). Uma segunda forma de minimizar o risco moral seria a combinação entre seguros de depósito e requerimentos mínimos de capital, uma vez que estes são uma forma de comprometimento do capital dos acionistas aos riscos assumidos pelas instituições. Uma terceira alternativa apresentada consistiria na implementação de mudanças na estrutura do sistema monetário e de depósitos de forma a minimizar a necessidade de seguro de depósito, como a criação de um tipo de depósito monetário tão seguro que não precise ser segurado. Neste mesmo sentido coloca-se a proposta de criação de *narrow banks*, segundo a qual o sistema bancário poderia ser formado por bancos super seguros e normais (Goodhart, 1995). Os primeiros teriam a totalidade de seus depósitos segurada – que renderiam taxas de juros mais baixas que as

vigentes no mercado -, mas para isto só poderiam ter ativos muito seguros. Os bancos normais poderiam ter qualquer ativo, mas não haveria seguros para depositantes. Empréstimos interbancários, atuação de prestador em última instância e seguros privados também são destacados como alternativas ao seguro de depósito (Bhatatacharia, 1998; Dewatripont & Tirole, 1993).

Diferentemente do seguro de depósito, a função de prestador em última instância (EUI) está associada à garantia de saúde e solidez do sistema financeiro, em situações em que uma ou mais instituições apresentem problemas de liquidez⁴⁸. No cumprimento desta função, confundem-se os papéis da agência reguladora/supervisora e da autoridade monetária. Segundo Aglietta,

“A função de prestador em última instância é um atributo soberano de uma autoridade monetária, que evita a propagação de um colapso de liquidez devido a falhas de coordenação nos mercados monetários (1998, p.24)”.

Espera-se que a atuação do EUI só ocorra em situações de iliquidez e não insolvência. Sendo assim, deveriam ser alvo destes empréstimos somente instituições que, a despeito de apresentarem problemas de liquidez, fossem solventes. A lógica deste tipo de empréstimo deveria ser prover liquidez ao mercado e não resgatar instituições insolventes (Edwards, 1996). Mas a fronteira entre iliquidez e insolvência pode mostrar-se sobremaneira tênue, em especial em momentos de turbulência.

A questão que permeia a discussão de muitos autores críticos a este tipo de comportamento das autoridades diz respeito à necessidade destes empréstimos. Uma vez que as taxas de capital são garantidoras da solvência, em sistemas nos quais são adotados os requerimentos mínimos de capital, por que seria importante a preocupação com os níveis de liquidez ? A resposta passa pela função transformação exercida pelos bancos. Um banco solvente, com contas ativas e passivas equilibradas, pode ver-se diante da necessidade de

⁴⁸ A função do EUI foi originalmente apresentada por Thornton no início do século XIX (Aglietta, 1998). Ganha maior destaque ao final dos oitocentos e início dos novecentos, o que pode ser comprovado pela lendária obra de Bagehot. Este autor discute a importância da atuação do EUI no contexto do sistema monetário e financeiro inglês quando vigorava o padrão-ouro, período de discussões acerca do que deveriam ser as funções dos bancos centrais.

tomar recursos a taxas de juros muito elevadas ou de vender ativos de longo prazo - a preços mais baixos - para fazer frente a passivos de curto prazo. Esta diminuição do valor dos ativos afeta as condições de solvência da instituição em questão. Assim, na ausência de empréstimos de liquidez, sejam estes ofertados por emprestadores privados ou agências governamentais, uma situação de iliquidez pode se transformar em insolvência. E dada a possibilidade de contágio, as dificuldades podem se expressar não só para a instituição em questão, como também para outras, podendo se transformar em processo cumulativo e gerar risco sistêmico. Existem momentos em que somente a atuação do emprestador em última instância pode estancar a violenta queda dos preços dos ativos. Isto posto, a principal preocupação da autoridade que assume o papel do emprestador deve ser assegurar o valor da estrutura de ativos e refinanciar a carteira de ativos das instituições com problemas, procurando garantir que os termos dos contratos assumidos por estas sejam honrados.

Desta forma, dadas a função transformação e a possibilidade de movimentos de contágio, e o consequente risco do sistema, ao agente emprestador em última instância cabe a função de evitar a ocorrência de crises financeiras, dado que a instabilidade é intrínseca ao sistema. Este argumento pode ser comprovado a partir do posicionamento de autores de diferentes linhas,

“O emprestador em última instância é necessário porque nossa economia apresenta características inerentes e inevitáveis que levam à intermitente instabilidade econômica (Minsky, 1982;39)”.

“Os negócios bancários são inerentemente arriscados (...) é difícil para credores e depositantes a discriminação entre solventes e insolventes. Consequentemente, reguladores mostram-se relutantes em permitir que bancos insolventes não honrem suas obrigações não seguradas em função do risco de um contágio descontrolado e o consequente risco da estabilidade do sistema (Moody's, 2001; p.5)⁴⁹”.

Uma das características centrais da atuação do EUI é que esta, diferentemente do que ocorre com outros mecanismos prudenciais que visam garantir a estabilidade do sistema, não é permeada pela realização de contratos. É implementada através de decisões

⁴⁹ A hipótese central do discutido trabalho da agência Moody's é que as crises bancárias só não são endêmicas dada a atuação das autoridades diante dos grandes bancos, dentro da lógica do *“Too Big to Fail”*. Esta lógica é apresentada a partir da natureza arriscada das operações bancárias, e ilustrada pelo seguinte dado: entre os grandes bancos cerca de 16% são classificados pela agência como sob risco de insolvência ou insolventes e

discricionárias tomadas pela autoridade monetária, concretizadas a partir da leitura desta da situação de liquidez ou insolvência das instituições, e dos possíveis desdobramentos de tal situação. Estas decisões são tomadas sem que seja possível conhecer previamente o volume de recursos necessários para minimizar as adversidades presentes. Tal poder soberano e discricionário de um agente externo ao mercado amedronta defensores da eficiência dos mercados financeiros, que fundamentam suas críticas na consequente criação do risco moral. A resposta dada por Aglietta (1998) a estes autores é que o risco moral encontra-se presente em grande parte dos contratos financeiros, “... *sendo onipresente em mercados financeiros enfraquecidos por informações assimétricas e externalidades.*” (p.19). E inverte a relação de causalidade, afirmando que a atuação do EUI deve ser soberana e não refém dos bancos, o que implica a necessidade de controlar-se o risco moral. Isto pode ser feito através de instrumentos que possibilitem o discernimento entre situações de insolvência e iliquidez, o que convém lembrar pode mostrar-se difícil, em especial em períodos de turbulência. A doutrina clássica do EUI, tal como apresentada por Bagehot, procurar responder a esta questão estimulando a cobrança de taxas de juros punitivas e exigência de garantias sólidas para a efetivação dos empréstimos de liquidez, como pode ser depreendido da seguinte passagem:

“(...) é que em períodos de pânico este deve adiantar livre e vigorosamente para o público de fora da reserva. ... A lógica é estancar o pânico; e os adiantamentos deveriam, se possível, estancar o pânico. Para isto deve haver duas regras. Primeiro. Que estes empréstimos devem ser feitos somente a taxas de juros muito altas. ... Segundo. Que a estas taxas os adiantamentos só devem ser feitos para todas as boas securities bancárias (p.198/199)”.

A atuação do EUI não se limita à função de fornecer recursos para o mercado, mas compreende também a coordenação de instituições privadas para que forneçam liquidez para as instituições problemáticas. Para que isto ocorra, é imprescindível a presença do EUI de prontidão, dando respaldo para os intermediários do mercado.

48% teriam classificações menores que C. Ou seja, diante da fragilidade do sistema, seria natural a ocorrência mais frequente de crises bancárias.

1.7 Considerações Finais

Tendo em vista os objetivos do presente capítulo, quais sejam, discutir as particularidades dos sistemas financeiros, em especial bancários, que possam fundamentar o maior desenvolvimento da regulamentação observado nestes, é possível tecer algumas considerações.

A função transformação exercida pelos bancos contribui de modo fundamental para a construção da dinâmica de funcionamento dos mercados bancários. O exercício desta função ocorre em ambiente marcado pela existência de assimetrias de informações e, em alguns momentos, sujeito a mudanças não esperadas do estado econômico. A combinação das características desta função e do ambiente no qual ela é operada gera o risco de ocorrência de corridas bancárias. Estas podem ocasionar movimentos de contágio de problemas de insolvência ou iliquidez, localizados em determinadas instituições para outras instituições ou mercados financeiros. Em função do papel ocupado pelos bancos na gerência do sistema de pagamentos, este movimento pode resultar em efeitos deletérios para o funcionamento da economia como um todo. Esta situação, por si, justifica a necessidade da implementação de mecanismos que mitiguem a possibilidade de tais adversidades. Entre os mecanismos de regulamentação discutidos acima, é possível destacar alguns que responderiam a esta situação. A exigência de requerimentos mínimos de capital pode contribuir, uma vez que, ao melhorar a capacidade de reação dos bancos a situações adversas, atenua os riscos destes se tornarem insolventes. Este mecanismo procura minimizar os riscos de insolvência dos bancos, mas não lida com problemas de iliquidez, o que pode mostrar-se como um limite deste expediente, dada a conexão entre situações de iliquidez e insolvência. Os mecanismos de supervisão podem contribuir no sentido de garantir o cumprimento das regras, em especial quanto à abertura pública de informações dos balanços bancários. Informações mais detalhadas e confiáveis atenuam a opacidade da contabilidade bancária, o que pode facilitar a diferenciação entre as diferentes instituições e minimizar o risco de contágio de problemas localizados. No entanto, são os mecanismos de intervenção os mais eficientes para o estancamento ou mesmo afastamento de situações de corrida e contágio. Os seguros de depósito atuam no sentido de evitar a ocorrência de corridas, dado que os depositantes têm garantias do recebimento de seus

recursos, não sendo necessário para isto chegar primeiro (*first come, first served*), em caso de falência da instituição depositária. A atuação do prestador contribui no sentido de evitar que problemas temporários de iliquidez transformem-se em insolvência, inclusive em instituições que possam ser afetadas por um movimento de corrida bancária.

A idéia de assimetria de informações é utilizada por ampla gama de autores, mas o papel deste instrumental diverge nas diferentes estruturas apresentadas. Deste modo, a forma como este instrumental pode influenciar a estruturação da regulamentação bancária é distinta para as diferentes linhas de pensamento. O conceito de assimetrias de informações tem origem na discussão novo-keynesiana acerca da existência de falhas de mercado. Para estes autores, estas falhas explicam a presença de imperfeições nos mercados financeiros, afetando de forma adversa a operacionalização de mercados eficientes. Assim, a despeito dos autores tratados perceberem que a existência de assimetrias de informação pode contribuir para a formação de corridas bancárias, o foco de suas preocupações encontra-se no resgate da eficiência dos mercados e não na possibilidade de risco sistêmico. Uma forma de mitigar os efeitos causados pelas assimetrias seria possibilitar aos agentes melhores condições de acesso às informações, quantitativa e qualitativamente. O mecanismo regulamentário que melhor responde a tal necessidade é a imposição de regras de abertura de informações mais adequadas por parte da autoridade reguladora.

A adoção de regras de comportamento como os requerimentos mínimos de capital não responde de forma direta aos problemas gerados pela existência de falhas de mercado, mas há uma certa ligação entre as suas lógicas. As falhas de mercado enquanto instrumental analítico são uma resposta encontrada por autores de tradição novo-keynesiana para a não tendência ao *market clearing*, ou seja, são limites à eficiência dos mercados. Os requerimentos mínimos de capital indicam que os bancos têm que adequar seu capital ao nível de riscos que desejam assumir. Nenhum limite é colocado à atuação dos bancos, somente se exige que estes têm que adequar o nível de capital ao perfil de risco assumido. E o mecanismo de amortecimento de situações adversas é administrado pelos agentes do mercado, cabendo à autoridade reguladora estipular e supervisionar a adequação de capital. A idéia subjacente a este mecanismo é a crença de que os mercados operam da forma mais

eficiente possível. Assim, a crença na eficiência dos mercados perpassa as lógicas das falhas de mercado e dos requerimentos mínimos de capital.

A discussão do risco sistêmico realizada por Aglietta é construída a partir de particularidades dos mercados financeiros que ocasionam maior potencial de disseminação de crises. As características deste mercado que melhor explicam tal sensibilidade são: função transformação, existência de assimetrias de informações e ambiente de incerteza no qual agentes tomam suas decisões. Desta forma, percebe-se que este autor, visando discutir o risco do sistema, toma emprestado instrumental analítico desenvolvido no bojo de outras linhas teóricas. Especial atenção é dada a conceitos trabalhados por autores novo-keynesianos como assimetria de informações, seleção adversa e falhas de coordenação. Apesar deste “empréstimo”, os objetivos deste autor mostram-se sobremaneira distantes dos apresentados pelos novo-keynesianos, que procuram entender as falhas de mercado que impossibilitam o *market-clearing*. Tendo em vista o caminho adotado por Aglietta para discutir o risco do sistema, exigências quanto à abertura de informações podem mitigar os efeitos das assimetrias. No entanto, os mecanismos mais eficientes para lidar não com as causas, tal como apresentadas por Aglietta, mas com o risco do sistema em si, passam pela adoção de regras de intervenção. A existência de seguro de depósito atenua as possibilidades de corridas bancárias. À atuação do EUI cabe evitar que crises de iliquidez transformem-se em crises de insolvência e que estas se propaguem para outras instituições e/ou mercados.

O conceito de incerteza é construído a partir da percepção de que o ambiente econômico é marcado pela possibilidade de ocorrência de mutações. Desta forma, cálculos de probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes nem sempre apresentam resultados relevantes. A adoção de comportamentos convencionais é uma forma encontrada pelos agentes para atenuar a incerteza que marca alguns processos de tomadas de decisão. A formação de convenções implica tomada de decisão em bloco e gera uma socialização do comportamento, o que pode contribuir para a estabilidade do sistema. No entanto, em situações em que ocorrem fraturas entre o comportamento coletivo adotado e o movimento econômico, coloca-se a possibilidade de crises, que a partir de movimentos de contágio podem se transformar em sistêmicas.

A adoção de regras de comportamento e supervisão podem de alguma forma minimizar as possibilidades de crises, nem sempre previsíveis em ambientes econômicos marcados pela incerteza. No entanto, em situações nas quais mutações do estado econômico levam à gestação de crises a partir da exacerbação da incerteza, somente a atuação do EUI é capaz de garantir a solidez do sistema.

Capítulo 2 - Transformações dos Mercados Financeiros

2.1 Introdução

As modificações observadas nos mercados financeiros a partir de início da década de sessenta, em especial nos setentas e oitentas, têm resultado em importantes alterações em suas características básicas, características estas que remontavam à reestruturação das economias capitalistas do pós-guerra ou mesmo a períodos anteriores⁵⁰. O grau, a forma e a velocidade com que estas mudanças ocorreram variaram de país para país, em função das especificidades dos diferentes sistemas e da intensidade dos processos de liberalização vividos por estes. No entanto, o sentido e as características deste processo são os mesmos. Alguns autores acreditam que tais transformações têm ocasionado um movimento de homogeneização da institucionalidade e dos padrões de regulação de sistemas financeiros domésticos (Canuto & Lima, 1999). Tais transformações deram origem a uma arquitetura financeira internacional no final dos noventa bastante distinta da verificada no final dos quarentas, seja no tocante à organização dos mercados seja com relação ao arcabouço de normas e regras a que estes estariam sujeitos. Como resultado destas transformações pode-se destacar que o sistema financeiro internacional apresenta maior nível de instabilidade e vulnerabilidade, o que pode ser comprovado a partir dos vários momentos de turbulência financeira observados em especial na segunda metade dos noventa.

Isto posto, o objetivo do presente capítulo é discutir estas transformações vivenciadas pelos sistemas financeiros ao longo dos anos oitentas e noventa, procurando identificar nestas os elementos constitutivos de uma nova dinâmica de funcionamento e organização de tais sistemas. Para tal, serão abordados os principais processos que teriam suportado estas transformações ao longo da década de oitenta, ou seja, as inovações financeiras, em especial a securitização de dívidas e a evolução dos instrumentos derivativos, e a desregulamentação dos discutidos mercados, assim como os efeitos de tais

⁵⁰ Este é o caso das características básicas da estrutura do sistema financeiro norte-americano, que remonta período final dos anos vinte/ início dos trinta.

modificações sobre a forma de atuação das instituições bancárias. No tocante aos anos noventas, serão analisados os movimentos e instrumentos que surgiram e/ou evoluíram de forma intensa neste período, com destaque para a emergência de países e mercados em desenvolvimento para o mercado financeiro internacional, e o desenvolvimento dos *hedge funds*. Tais inovações, em conjunto com o aprofundamento e o aumento da complexidade das transformações anteriores, contribuíram para a intensificação da instabilidade e fragilidade dos mercados financeiros, agravando o contexto anteriormente verificado. Os vários distúrbios financeiros observados em especial na segunda metade elucidam tal argumento. Acredita-se que esta discussão seja importante para dar sequência àquela realizada no capítulo 1, em especial no tocante a: i. mostrar que os mercados financeiros são inerentemente instáveis a partir da discussão da evolução destes nas últimas duas décadas; ii. agregar uma outra particularidade dos sistemas financeiros, em especial bancários, que os tornam mais frágeis e instáveis, quais sejam, as inter-relações de causa/efeito entre o ambiente macro no qual os agentes financeiros operam e o comportamento micro destes.

2.2 Mudanças Estruturais nos Mercados Financeiros

As mudanças na estrutura de funcionamento dos sistemas financeiros podem ser entendidas como resultado de inovações financeiras implementadas pelos agentes dos mercados e do processo de desregulamentação realizado pelas autoridades governamentais competentes. A combinação destes dois processos, inovações e desregulamentação, resultou em um forte movimento de liberalização financeira. Esta maior liberalização é um dos elementos de um processo mais amplo de globalização financeira. Entre as características deste processo podem ser destacadas a maior integração entre sistemas financeiros nacionais, integração esta que a partir dos noventas passou a incluir os países menos desenvolvidos - chamados de mercados emergentes -, o acirramento da concorrência entre as instituições operantes no mercado financeiro internacional e por fim, o avanço da internacionalização dos serviços financeiros, no sentido de residentes em um país terem acesso cada vez maior a serviços financeiros de outro (Gonçalves, 1995). Entre os benefícios alardeados pelos defensores da liberalização dos mercados podem ser listados : o direcionamento dos fluxos de capitais para investimentos mais produtivos; melhorias na

eficiência dos sistemas financeiros em função do aumento da competição, com melhores condições de rentabilidade para poupadores e de custos para tomadores (The Economist, 1995).

2.2.1 Processo e Instrumentos Inovadores : Securitização e Derivativos

As inovações financeiras podem ser analisadas a partir de dois grupos distintos de motivações. O primeiro caracteriza-se por tentativas de contornar as restrições impostas aos agentes financeiros, restrições estas colocadas pela legislação vigente em cada país, assim como pelos procedimentos adotados pelas autoridades reguladoras dos mercados bancários. Na busca de maior rentabilidade, os agentes do mercado atuam no sentido de procurar formas e instrumentos alternativos de funcionamento que possibilitem a atenuação ou mesmo neutralização de restrições resultantes da regulação do sistema financeiro. Este comportamento é pautado, na maioria dos casos, pelo objetivo de elevação da liquidez da economia.

O segundo movimento de inovações foi implementado no sentido de criar novos instrumentos que possibilitassem a atenuação do quadro de maior volatilidade dos mercados que veio suceder a estabilidade vigente no período compreendido entre o final da segunda grande guerra e meados da década dos sessenta. A transformação de mercados estáveis, onde imperavam taxas de câmbio fixas e de juros estáveis, e consequentemente estabilidade de preços, em mercados instáveis, com a elevação da volatilidade das taxas de juros e de câmbio, ocasionou a elevação dos riscos de crédito e de preços, em especial dos contratos financeiros de prazos mais longos⁵¹. A procura por mecanismos de proteção diante deste quadro de maior instabilidade e volatilidade dos mercados financeiros passou a substanciar a atuação dos agentes econômicos, em especial os financeiros, que buscavam instrumentos que possibilitassem a redistribuição dos riscos. Neste contexto destacam-se o processo de securitização das dívidas e o desenvolvimento dos contratos derivativos. Este grupo de inovações é fundamental para a compreensão da nova dinâmica dos mercados financeiros a partir dos oitentas .

⁵¹ O *turning point* ocorreu em 1971/1972, quando do rompimento do padrão estabelecido a partir de *Bretton Woods*. Desde então, as taxas de câmbio que antes eram fixas passaram a variar livremente.

Na década de oitenta observou-se uma maior difusão e intensificação das inovações apresentadas acima. Este movimento mostrou-se intimamente relacionado ao forte movimento de internacionalização dos mercados financeiros observado a partir de então. Em função deste processo, os agentes econômicos passaram a ter acesso aos diferentes mercados, nacionais ou *off-shores*, na busca por melhores condições de liquidez e custos. No entanto, apesar da interligação dos diferentes mercados financeiros nacionais, conformando um grande mercado global, as transações continuaram a ser realizadas em diferentes moedas. A partir do movimento de busca dos agentes por instrumentos que minimizassem os riscos inerentes a este sistema, passaram a ser amplamente utilizados instrumentos financeiros criados no bojo do segundo movimento de inovações, os derivativos de câmbio e juros. Estes riscos resultam da possibilidade de flutuações nas taxas de câmbio, uma vez que os agentes econômicos passaram a atuar em vários mercados e através de diferentes moedas. Se a lógica destes instrumentos passa pela idéia de proteção, estes tornaram-se armas eficientes de especulação. Isto porque a possibilidade de ganhos, ou perdas, é bastante elevada, uma vez que os agentes operam na margem, não havendo troca de principal, e a natureza destas operações permite elevado nível de alavancagem dos agentes⁵². Além disto, se por um lado estes instrumentos implicam diminuição do risco micro, do agente que está se protegendo, por outro pode haver um aumento do risco macro, uma vez que estes instrumentos não implicam eliminação dos riscos, mas sim sua distribuição para aqueles agentes que estão dispostos a correr-los. Assim, a combinação de elevado nível de alavancagem observado em diferentes transações financeiras com operações de elevado risco pode apresentar potencial instabilizador⁵³. A própria natureza destas operações pode se mostrar paradoxal. Por um lado, a principal motivação à criação destes instrumentos foi a busca dos agentes por proteção contra variações de preços, nos noventa estas operações são muito mais especulativas do que de proteção⁵⁴. Por outro, ao mesmo tempo em que possibilitam a proteção dos agentes, estes instrumentos geram

⁵² Em mercados organizados, agentes podem assumir posições especulativas na realização de contratos a prazo (futuro, termo, opções) mobilizando apenas pequena parte da liquidez sob a forma de depósitos de garantia. Segundo Plihon (1995), em mercados de opções de câmbio, o ganho esperado pode ter uma relação de 100 : 1 com a margem de garantia. Para maiores informações acerca destes instrumentos e mercados, ver Farhi, Marise (1998). O Futuro no Presente : Um Estudo dos Mercados de Derivativos Financeiros. Campinas/UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.

⁵³ Este é o exemplo clássico de *hedge funds*, que serão tratados adiante.

instabilidade nos preços dos ativos em questão (Plihon, 1995). Outra questão resultante do desenvolvimento de instrumentos derivativos que deve ser vista com preocupação é a diminuição da transparência das posições de mercado, uma vez que a disseminação destes instrumentos afeta a capacidade dos agentes de interpretar sinais e contornar riscos (Goodhart, 1995).

Neste período, ao lado da evolução do processo acima descrito, observou-se elevado desenvolvimento da securitização das dívidas privadas, que já se colocava no período anterior. As dívidas privadas passaram a ocupar espaço crescente no processo de intermediação de recursos⁵⁵. Entre os anos de 1983/1990 o levantamento de recursos no mercado internacional através da emissão de bônus cresceu a uma taxa média de 17%, enquanto o crescimento médio dos empréstimos foi de 8% (Tabela I). A lógica da securitização seria a transformação de obrigações de crédito em instrumentos negociáveis, tendo como maior motivação a garantia de maior liquidez aos ativos financeiros, em especial bancários. A securitização de ativos foi um dos elementos estratégicos adotados pelos bancos no início dos oitentas como forma de reação ao aumento da concorrência, em especial com as instituições não-bancárias, e à fragilização de suas posições em função do *default* das dívidas dos países da América Latina no início dos oitentas⁵⁶. Isto porque possibilitava alterações na composição das carteiras dos bancos, com a substituição de créditos tradicionais por títulos, instrumentos mais líquidos. Estes instrumentos securitizados e derivativos passaram a compor de forma importante os *trading books* das instituições bancárias, levando a crescente participação de instrumentos negociados no curto prazo na composição de carteiras, implicando a lógica do ganho através da diferença entre preço de compra e venda. Segundo Plihon (1995), em geral, o formato que as operações especulativas assumem é a compra e venda de títulos nos mercados financeiros.

⁵⁴ Segundo Plihon, já no início dos noventa 75% das operações com derivativos seriam especulativas (Plihon, 1995).

⁵⁵ Pode-se dizer que o movimento inicial, porém não fundamental, da securitização das dívidas privadas deu-se na década de cinquenta, quando do início da captação direta de recursos no mercado pelas empresas norte-americanas através do lançamento de *commercial papers*.

⁵⁶ Na crise da dívida dos países em desenvolvimento no início dos oitentas envolvia um pequeno número de bancos credores e de devedores soberanos em *default*.

Tabela I								
Fundos Levantados nos Mercados Internacionais								
US\$ Bilhões								
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Emissões de Bônus	77,1	111,5	169,1	228,1	180,8	229,7	255,8	229,9
Empréstimos	80,7	117,3	110,1	93,3	126,7	142,2	129,5	131,5

Fonte : OECD, Financial Statistics Monthly, vários números.

Tendo em vista a lógica do tomador de recursos, a colocação direta de papéis junto ao mercado significava o acesso a recursos mais baratos do que os oferecidos através de operações de empréstimos tradicionais, em especial para empresas de primeira linha. Para o investidor, os instrumentos securitizados ofereciam rentabilidade mais elevada e propiciavam maior liquidez do que os tradicionais mecanismos de crédito bancário. Além disto, o crescimento dos investidores institucionais implicou a necessidade de papéis para a formação de carteiras, sendo este um dos elementos explicativos para o forte crescimento do investimentos em carteira nas últimas duas décadas⁵⁷.

O crescimento do mercado de títulos de dívida pública foi fundamental para a intensificação do processo de securitização. No início dos oitentas, os países desenvolvidos, em especial os Estados Unidos, viram-se diante de um forte crescimento da necessidade de financiamento, dada a elevação de seus déficits orçamentários. Isto resultou em um aumento da participação de títulos públicos, em especial do tesouro norte-americano na composição das carteiras dos bancos, em substituição dos créditos desvalorizados dos países da América Latina. Estes instrumentos combinavam três elementos que os tornavam muito atrativos : eram líquidos, os mais seguros dos mercado internacional e rentáveis dada a política monetária norte-americana do início dos oitentas, marcada por elevadas taxas de juros.

O crescimento da intermediação financeira através de títulos de dívida acabou por criar espaço para um novo tipo de agente, especializado na classificação de risco dos tomadores, as conhecidas agências de *rating*. Estas agências tornaram-se fundamentais para os investidores, uma vez que a difusão de informações sobre os agentes tomadores passou a ser fundamental para o balizamento dos custos destas operações.

⁵⁷ Dados dos balanço de pagamentos subestimam estes fluxos de recursos através de títulos securitizados, uma vez que apresentam informações de saldos. (Plihon, 1995)

Outro elemento fundamental para a compreensão das evolução e crescimento das finanças internacionais é a evolução da tecnologia da informação. Estas inovações possibilitaram a configuração integrada dos mercados financeiros em nível internacional, uma vez que operações internacionais passaram a poder ser realizadas em tempo e espaço reais e a custos muito baixos. Neste sentido, pode-se afirmar que ” *a globalização financeira constitui-se, ..., em grande usuária e fomentadora da revolução nas tecnologias de informação*” (Canuto & Lima, 1999; p. 9). A evolução da tecnologia contribuiu de forma direta e indireta para a reestruturação dos serviços financeiros, potencializando inovações de operacionalização e agrupamento de complexos instrumentos financeiros que, muitas vezes, atuaram no sentido de diminuição da transparência das operações⁵⁸ (Van 't dack, 1998). Em relatório recente sobre o processo de consolidação financeira observado ao longo dos noventas, o BIS dá destaque ao papel exercido pela evolução tecnológica, em especial da tecnologia de informação. Segundo tal relatório, tais inovações tecnológicas alteraram o formato da competição dos mercados financeiros, seja em nível de produtos ou distribuição (BIS, 2001b).

As transformações no formato da intermediação financeira podem ter aumentado a eficiência na alocação de recursos, como defendido por alguns autores, em especial os de cunho mais liberal. Entre os argumentos que justificariam tal aumento de eficiência pode-se destacar a combinação entre melhor circulação da informação, a redução de custos de transação, uma distribuição mais racional do risco e ampliação dos meios de gerenciamento da liquidez (Belluzzo, 1995; Trichet, 2001; Aglietta, 1996). No entanto, nos mercados financeiros nem sempre maior eficiência implica maior estabilidade, podendo até representar um *trade-off*. A dinâmica de ajuste dos preços dos ativos pode apresentar elevado potencial instabilizador, uma vez que estes preços mostram-se sensíveis a ondas de otimismo e pessimismo dos agentes, sofrendo fortes movimentos de alta e baixa. Em outras palavras, o ajuste se dá via preços. Em especial em momentos de crise, onde se vêem presentes problemas de liquidez e/ou inadimplência dos agentes, o ajuste se dá através de pressões baixistas sobre os preços dos ativos, ocasionando movimento deflacionário. Este

⁵⁸ A evolução tecnológica possibilitou o desenvolvimento de sistemas de negócios baseados em telas, conversão de fluxos de caixa de ativos de espaços específicos em títulos negociáveis e em especial a proliferação de produtos derivativos (Dale, 1996)

tipo de ajuste contrasta com o verificado em mercados onde há a preponderância da intermediação financeira através de operações tradicionais de crédito. Nestes, a resolução de situações de iliquidez passa pela atuação do banco central através de operações de redesconto ou de sua atuação enquanto emprestador em última instância. Segundo Belluzzo (1995), a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos apresentam-se como resultado destas transformações na esfera financeira.

A liquidez ocupa lugar de destaque nestes mercados onde a intermediação de recursos se dá crescentemente sob a forma de títulos. A liquidez está diretamente relacionada à confiança dos agentes. Perdas de confiança na existência desta podem levar, e em geral levam, a fuga para liquidez e assim a movimentos de venda, quedas nos preços dos ativos e até mesmo pânico. Aglietta enfatiza a importância da liquidez na gestão do risco sistêmico. Segundo este autor a falta de liquidez pode mostrar-se mais danosa para a estabilidade do sistema financeiro do que a insolvência de devedores localizados, uma vez que esta última pode manter-se limitada aos agentes em questão, a não ser que este seja uma instituição financeira. Isto fica claro nestes movimentos de perda de confiança na liquidez que geram ondas de pessimismo, movimento de vendas e queda nos preços dos ativos. Em geral este movimento não fica circunscrito a mercados ou países localizados, apresentando elevado potencial de propagação, em especial em ambiente financeiro com elevada integração entre mercados.

2.2.2 Desregulamentação

A regulamentação dos sistemas financeiros sempre foi alvo de inúmeras críticas, em especial dos agentes financeiros a quem são impostas as restrições. Um dos argumentos centrais por trás destas críticas era a diferenciação de regras para os diferentes tipos de instituições ou mercados financeiros, o que implicaria maior potencial de expansão e crescimento para os segmentos menos regulamentados do sistema. Convém lembrar que a própria ocorrência de inovações financeiras contribuiu para intensificar o processo de

obsolescência dos arcabouços de regulamentação⁵⁹. A criação de novos instrumentos financeiros contribuiu para o acirramento da concorrência entre instituições bancárias e não bancárias em sistemas onde havia diferenciação entre estas⁶⁰. Ao lado disto, a conjunção de inovações financeiras e esquemas de regulação vigentes acabava por privilegiar os mercados de capitais em detrimento dos mercados de crédito, em geral sujeitos a maior volume de restrições.

Dentro do movimento mais geral de liberalização das economias a partir da década de oitenta, observou-se um processo de desregulamentação financeira, que implicou diminuição do controle governamental sobre os mercados de crédito e capitais⁶¹. Na década dos setentas, a existência de restrições significativas para alguns tipos de instituições tais como localização geográfica, tetos para taxas de juros e tolerância oficial para acordos cartelizados entre instituições financeiras eram facilmente encontrados em diferentes países. No início da década de noventa, a atenuação destes constrangimentos colocava-se de forma clara e evidente. Em nenhuma das principais economias industrializadas era possível encontrarem-se tetos de taxa de juros ou limitações às atividades creditícias. As restrições à localização geográfica e aos espaços de atuação das instituições, os controles sobre transações em moeda estrangeira, entre outros, quando remanescentes foram atenuadas. Foram implementados processos de privatização e houve diminuições nas taxas e comissões cobradas de transações financeiras em mercados domésticos. As empresas financeiras não-bancárias e as não-financeiras, domésticas ou não, passaram a ter maior acesso aos mercados locais. A desregulamentação possibilitou até a securitização de ativos anteriormente ilíquidos, ao permitir o lançamento e a negociação em mercados secundários de títulos representativos de empréstimos bancários não-negociáveis.

⁵⁹ Na verdade, através das inovações não só as regras vigentes tornaram-se obsoletas, como novos instrumentos foram gerados fora do espaço de regulamentação.

⁶⁰ Este movimento foi muito importante no mercado norte-americano, uma vez que este apresentava estrutura fortemente segmentada. Neste país as pressões competitivas foram forte estímulo ao processo de desregulamentação. Os grandes bancos comerciais passaram a pressionar para poderem participar do processo de subscrição de papéis, no bojo da intensificação do processo de securitização.

⁶¹ As experiências inglesa e norte-americana são recorrentes citadas como exemplo deste processo. No entanto, nos EUA a desregulamentação não foi realizada sem custos. Houve uma série de falências de instituições de Poupança e Investimento (S&L), que implicaram em perdas de cerca de US\$ 200 B (Bhatattacharia, 1998).

A necessidade de financiamento de déficits orçamentários nos países desenvolvidos, como discutido acima, foi uma das motivações à diminuição das restrições aos mercados financeiros destes. Isto porque os governos viram-se diante da possibilidade de capturar parte da riqueza financeira para seus centros, tendo em vista também o financiamento de seus déficits. Assim, os governos, em especial dos países desenvolvidos, ao atenuarem as restrições à realização de transações financeiras contribuíram para o desenvolvimento das finanças internacionais quando recorreram aos mercados financeiros internacionais para financiar suas dívidas públicas, ocupando estas, como discutido acima, espaço privilegiado no novo formato da intermediação financeira baseadas em finanças securitizadas. Este tipo de postura das autoridades governamentais iniciou-se nos Estados Unidos e Inglaterra, alastrando-se por outros países, que temiam perder espaço na realização de operações financeiras.

A combinação destes dois processos, a criação e difusão de inovações financeiras e o processo de desregulamentação dos mercados financeiros, propiciou importantes transformações estruturais nos mercados financeiros. O sistema financeiro internacional tornou-se mais integrado com a quebra de barreiras entre mercados e instituições, intra e entre países, e mais instável, com crescimento da volatilidade. Estas transformações resultaram de e contribuíram para o forte crescimento das finanças internacionais verificado no período, dificultando a atuação das autoridades reguladoras, uma vez que parte dos arcabouços de regulamentação doméstica foram montados a partir da distinção funcional entre mercados e instituições. Os principais desafios colocados para estes arcabouços regulatórios nacionais seriam o comércio de serviços financeiros e as transações entre instituições financeiras situadas em diferentes mercados. Somando-se aos desafios colocados diante dos esquemas de regulação encontra-se a possibilidade de elevação do risco sistêmico. Dado o elevado nível de integração inter e intra-mercados nacionais e internacional, tal pode ocorrer, seja em função de mecanismos e/ou instrumentos financeiros não sujeitos à regulamentação dada a existência de falhas nesta, seja pela possibilidade de contágio de problemas financeiros originados em sistemas de regulação mais frouxa. (Canuto & Lima, 1999)

Neste contexto de maior liberalização dos mercados financeiros, para o qual as inovações financeiras e a desregulamentação foram fundamentais, observou-se a difusão do uso do mecanismo prudencial de adequação de capital para as instituições financeiras. Esta pode ser vista como tentativa de harmonização e estabelecimento de um padrão mínimo de regras às quais instituições cada vez mais atuantes de forma internacional e em mercados cada vez mais integrados, questão esta que será tratada nos capítulos 3 e 4.(BIS,1992:193)

2.2.3 Intensificação do Movimento Financeiro Internacional

Teve início em meados da década de sessenta um movimento de internacionalização das instituições financeiras, para o qual contribuíam alguns fatores. Entre estes podem ser ressaltados o aumento da concorrência entre as instituições; a busca por liberação das restrições e controles impostos pelas autoridades monetárias às operações monetário-financeiras domésticas; o crescimento do euromercado de dólares e o desenvolvimento das comunicações (Ferreira e Freitas,1990). Este movimento foi o primeiro momento de um processo de maior integração entre mercados, sendo acentuado e exponencializado a partir dos setentas pela combinação de inovações financeiras e desregulamentação dos mercados financeiros, que possibilitou uma maior integração inter e intra mercados domésticos, e destes com os mercados *off-shore*. Este movimento de internacionalização dos mercados financeiros acabou culminando na formação de um mercado financeiro global, mesmo com a manutenção dos diferentes mercados domésticos, ou seja, os mercados tornaram-se subconjuntos do mercado global. (Baer,1993; Ferreira & Freitas, 1990).

Este movimento de internacionalização dos mercados financeiros foi acompanhado por intenso crescimento do número de operações e do volume de recursos transacionados. Se no passado, em especial no após segunda grande guerra, a principal função do sistema financeiro internacional era garantir o financiamento do comércio internacional e o equilíbrio dos balanços de transações correntes dos países deficitários, a partir da década de setenta este sistema passou a ser crescentemente regido por lógica própria. Parte importante dos fluxos internacionais nos noventas segue lógica eminentemente financeira, implicando movimentos entre moedas e instrumentos financeiros nos diferentes mercados. Neste período os fluxos internacionais cresceram de tal forma que não podem mais ser

relacionados aos financiamento de déficits de transações correntes ou investimentos da economia mundial (Plihon, 1995).

A maior integração entre os mercados financeiros alargou sensivelmente o horizonte dos agentes econômicos, fossem eles financeiros ou não, possibilitando a busca por novas formas de captação e aplicação que se mostrassem mais atraentes. Este movimento se amplificou na década de oitenta, com o desenvolvimento dos derivativos de câmbio, uma vez que estes instrumentos possibilitaram a redistribuição dos riscos de variações dos preços, garantindo maior segurança às operações realizadas em diferentes moedas nacionais. Atuou no mesmo sentido a diminuição dos controles sobre transações com moedas estrangeiras. Esta maior integração entre os mercados problematizou o controle dos movimentos de capitais entre países. Isto porque deu melhores condições para que os agentes burlassem os constrangimentos colocados pelos mercados e, em especial, pela atuação reguladora das autoridades sobre os mercados financeiros domésticos⁶². Convém lembrar que a responsabilidade pelas mudanças e crescimento das finanças globais deve ser creditada também a autoridades governamentais, dado seu papel nos determinantes deste processo, como a desregulamentação e a securitização das dívidas. Há que se destacar que estas transformações levam a uma situação paradoxal, não sendo possível a manutenção simultânea dos seguintes elementos : i) soberania nacional; ii) mercados financeiros regulados, supervisionados e protegidos de distúrbios financeiros internacionais; e iii) benefícios de mercados financeiros integrados internacionalmente (The Economist, 1999). Desta forma, cabe às autoridades governamentais a opção pela conformação na qual as instituições financeiras podem operar.

Assim, o crescimento do fluxo financeiro internacional e da integração entre os mercados financeiros também implicou maior conexão internacional de distúrbios financeiros, uma vez que estes passaram a ser transmitidos a diferentes mercados de países distintos, podendo ser assim atenuados ou exacerbados.

⁶² A evolução da globalização dos mercados financeiros também problematiza a atuação da autoridade monetária enquanto gestora do mercado de câmbio. A determinação financeira deste mercado é cada vez mais importante, prejudicando a defesa de paridades que preservem o comércio exterior dos países. Um exemplo claro deste contexto foi o que ocorreu na economia norte-americana no início dos oitentas. A política monetária contracionista do FED ocasionou a valorização explosiva do dólar frente a outras moedas, como o marco alemão, ocasionando maiores problemas ao balanço comercial.

2.3 Anos Noventas e Novos Atores da Instabilidade Financeira: Mercados Emergentes e Hedge Funds⁶³

Período de intensificação da instabilidade financeira internacional, os anos noventas foram palco de uma série de crises financeiras, sendo algumas marcadas pela ocorrência de distúrbios nos sistemas bancários. Entre os principais determinantes deste movimento destacam-se as transformações financeiras ocorridas nos anos anteriores, assim como o aumento da complexidade das operações e o aprofundamento da integração entre os mercados então verificados. O processo de emergência de alguns países em desenvolvimento, que passaram a integrar o circuito financeiro internacional, e a difusão dos instrumentos derivativos, assim como de fundos de investimento fortemente especulativos, conhecidos como *hedge funds*, observados neste período certamente contribuíram para o agravamento da instabilidade financeira internacional. Tal afirmação pode ser comprovada a partir da análise dos diferentes distúrbios financeiros ocorridos ao longo da discutida década. Em vários deles o epicentro da crise colocou-se em mercados emergentes, como as crises do México (1994-95), asiática (1997)⁶⁴, russa (1998), brasileira (1998-99) e por fim a argentina (2001)⁶⁵. Em outros destacaram-se os o uso de derivativos ou *hedge funds*, como a crise no sistema monetário europeu (1992-93), o caso *Barings* (1994) e a falência do LTCM (1998). Na verdade, estes distúrbios vivenciados pelos mercados financeiros nos anos noventas podem ser vistos dentro de um contexto mais geral de crises financeiras, simplesmente como seu momento atual:

“Muito da história bancária consiste em uma bolha especulativa após a outra, de bulbos de tulipas holandesas no século XVII até a de propriedades nos anos oitentas – e agora a dos mercados emergentes e dos hedge funds nos anos noventas. Cada uma delas pode ser entendida como uma explosão de crédito, uma onda de otimismo sem garantias e uma consequente sub-precificação dos riscos. Baixas taxas de juros norte-americanas nos anos noventas encorajaram investidores,..., a colocarem dinheiro em mercados emergentes, ações locais e hedge funds. Como resultado, a crise atual é de alguma forma

⁶³ No apêndice será realizada uma apresentação acerca destes instrumentos financeiros.

⁶⁴ A despeito de apresentarem variáveis fundamentais sólidas, economias asiáticas vivenciaram movimento de crises ao longo do segundo semestre de 1997. O sobreendividamento destas economias é uma das explicações mais frequentes para a crise. Van't dack (1998) prefere apresentar este endividamento a partir de outro prisma : “...a sobreexposição de bancos de países industrializados ante as economias asiáticas,...” (p.37)

⁶⁵ Convém lembrar que a Argentina tem vivido em estado de fragilidade crescente, talvez até de crise latente, desde meados da década dos noventas.

resultado da correção de mercados sobrevalorizados e sobrevalorizados (The Economist, out/1998, p.19)''.

2.3.1 Mercados Emergentes

Os países industrializados da América Latina e Sudeste Asiático em sua maioria em desenvolvimento, passaram a fazer parte do mercado financeiro internacional nos noventa, ou seja, emergiram a este mercado⁶⁶. Isto pode ser observado a partir do forte crescimento dos investimentos estrangeiros nestes, tanto através de aplicações em carteira, como de investimentos diretos, bem como do crescimento da tomada de recursos no exterior feita por residentes, através de empréstimos e, em especial, da colocação de títulos. Nos primeiros seis anos da discutida década, o crescimento do fluxo anual de capitais privados para as economias emergentes foi de 344,6 %, o dos investimentos diretos de 525,0 % e o dos investimentos em carteira 364,7 % (Tabela II). Entre as características destes fluxos de capitais para os mercados emergentes, podem ser destacados os curtos prazos de maturação, a busca crescente pelo risco e a suscetibilidade a mudanças abruptas⁶⁷ (Van't dack, 1998). A discutida emersão deve ser observada a partir do marco mais geral das transformações vivenciadas pelos mercados financeiros, discutidas acima, podendo ser entendida a partir da conjunção de dois grupos de fatores, o primeiro referente às condições de oferta e o segundo às condições de demanda pelos recursos.

Tabela II									
Fluxo Líquido de Capitais Privados para Mercados Emergentes									
	US\$ Bilhões								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fluxo Líquido Total de Capitais Privados	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
IDE Líquido	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115,0	140,0	131,0
Investimentos Líquidos em Carteira	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Empréstimos Bancários e outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,5
Transações Correntes	-27,2	-79,0	-69,7	-107,2	-69,7	-96,0	-92,5	-91,8	-53,8

Fonte : IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook

Pelo lado das condições de oferta, o aumento do fluxo de capitais originário dos países centrais ou desenvolvidos resultou da busca dos agentes por mercados alternativos

⁶⁶ A maior parte dos países da América Latina, talvez com exceção do Chile, encontrava-se alijada do mercado financeiro internacional deste a crise de suas dívidas externas no início da década de 80. É certo que o processo de renegociação destas dívidas no âmbito do Plano Brady, realizado na segunda metade da referida década, contribuiu para o retorno destes ao mercado financeiro internacional.

⁶⁷ Os prazos de maturação de empréstimos tomados ou títulos colocados por agentes de economias emergentes eram mais curtos, ocasionando maior fragilidade destes a mudanças no movimento de capitais.

que garantissem a valorização de seus recursos, além da possibilidade de diversificação de suas carteiras. Esta movimentação foi possibilitada por uma série de fatores, entre os quais destacaram-se a maior mobilidade de capitais resultante das transformações e da desregulamentação dos mercados financeiros dos países desenvolvidos ao longo dos anos oitentas, o avanço das telecomunicações e da informática, além do desenvolvimento de alguns serviços e produtos derivativos nos mercados financeiros, fatores estes discutidos acima. Ao lado destes podem ser ressaltados elementos de cunho mais conjuntural, entre os quais o elevado nível de liquidez nos mercados financeiros, a recessão e as baixas taxas de juros que vigoravam nos países industrializados no início dos anos noventas. Análise similar quanto ao movimento de capitais para economias emergentes pode ser extraída do relatório do Banco Mundial,

“Tendências de fluxos de capitais para e de países em desenvolvimento refletem três forças: crescimento da integração financeira da economia global, ainda que imperfeita, mudanças estruturais recentes que levaram investidores a desenvolvimento de operações sofisticadas, e a importância continuada de fatores psicológicos na determinação de fluxos internacionais (WorldBank, 2001; p.33)”.

Pelo lado da demanda por recursos cabe destacar a ocorrência de processos de liberalização, em especial financeira, na maior parte dos países em desenvolvimento⁶⁸. Apesar da tendência de liberalização destes mercados, esta não ocorreu de forma homogênea em função de especificidades dos diferentes mercados financeiros de estratégias de política macroeconômica dos diferentes países. Pode-se observar um grande espectro de experiências, sendo certamente a mais profunda a abertura financeira argentina, onde adotou-se o regime de *currency board*⁶⁹. A partir desta conjunção de fatores, estes países de menor nível de desenvolvimento econômico emergiram para o circuito financeiro internacional, tornando-se então mais conhecidos como países ou mercados emergentes. Entre estes destacam-se países do sudeste asiático, como Coréia, Tailândia, Indonésia e

⁶⁸ Para maiores detalhes acerca dos processos de liberalização financeira ocorridos na Argentina, México e Brasil, ver Freitas e Prates, (1998).

⁶⁹ Em 1991 adotou-se na Argentina o Plano de Conversibilidade, estabelecendo-se assim um regime de câmbio fixo com conversibilidade. Na verdade, procurou-se debelar a inflação através da explicitação e legalização de um processo de dolarização que já ocorria nesta economia desde a década anterior. Para um discussão mais aprofundada deste processo ver Ferrari, A .. O Plano de Conversibilidade Argentino. Campinas: IE/UNICAMP, 1998 (Dissertação, Mestrado)

Filipinas, e da América Latina, como México, Argentina, Brasil, Chile, entre outros. Estes países, em especial os do sudeste asiático, passaram a atrair crescentes volumes de capitais para aplicações em renda variável, mas os títulos de dívida de renda fixa causavam especial entusiasmo nos investidores internacionais. O que pode ser constatado deste movimento, se não para a totalidade, para a maioria destes países, é que a liberalização financeira acarretou o crescimento da vulnerabilidade e da dependência do fluxo de capitais internacionais, estando no cerne das crises financeiras destes ao longo da referida década⁷⁰.

A conseqüente intensificação dos fluxos de capitais privados para ou dos mercados financeiros emergentes acabou por pressionar, em diferentes momentos, os preços dos ativos domésticos destes, provocando movimentos de valorização ou desvalorização da moeda de países que adotavam regimes de câmbio flexíveis ou importante subordinação da política monetária destes em casos de regimes de câmbio fixo⁷¹. Bolhas especulativas podem ser infladas ou desinfladas em função da credibilidade e confiança dos agentes operantes no mercado internacional. Tal subordinação de preços de ativos domésticos ou daqueles lançados no mercado internacional por agentes domésticos pode mostrar-se danosa, e em geral o é, para a dinâmica de funcionamento e desenvolvimento dos países receptores de capitais. Esta situação aponta uma elevada fragilidade dos países em questão, em especial quando se considera que, na maior parte das vezes, estes tornaram-se dependentes destes fluxos, em função da estratégia de políticas macro em geral adotadas⁷². Tal fragilidade é exacerbada pela freqüente incongruência entre a necessidade de mecanismos estáveis de financiamento apresentadas por estes países e a sensibilidade

⁷⁰ A crise asiática é apresentada por Aglietta como um resultado claro do processo de liberalização vivido por estes países. Apesar da não deterioração das principais variáveis macro fundamentais, que em geral caracteriza as crises soberanas, estes países viveram intensa crise financeira, que teria como origem as finanças privadas. O processo de liberalização teria eliminado um pilar básico da estabilidade financeira destas economias, nas quais os agentes têm forte tendência ao endividamento: o controle do crédito por parte do Estado (1998; 13/14). No entanto, a estrutura dos mercados financeiros asiáticos não foi alterada na mesma proporção que os do leste europeu e da América Latina, vivendo estes últimos um intenso processo de “estrangeirização” de seus sistemas bancários, através de fusões e aquisições de instituições domésticas e estrangeiras.

⁷¹ A mudança do regime cambial e a desvalorização da moeda brasileira no início de 1999 são exemplos ilustrativos de tal afirmação. O intenso refluxo de capitais estrangeiros verificado no ano anterior, em especial após a crise russa, provocou não só forte desvalorização da paridade real/dólar, como também mudança do regime cambial brasileiro, que passou a ser flexível. Este exemplo não esgota as diferentes situações nas quais a movimentação de capitais provocou crescimento/decrescimento dos preços dos ativos. Os casos da crise mexicana, asiática e a crônica crise argentina também são paradigmáticos deste processo.

extremada das reações dos agentes do mercado. Tal incongruência pode ocasionar problemas de iliquidez e até crises de solvência para estes países dependentes do fluxo de capitais privados. Esta questão fica clara a partir das palavras de Aglietta, “*a liberalização do mercado financeiro é elo o frágil na criação do tipo de incerteza que conduz a entradas de capital insustentáveis e às subsequentes crises auto-realizáveis*” (1998; p.13).

Se por um lado a intensificação do fluxo de capitais para os emergentes ao longo dos primeiros dois terços dos anos noventas consubstanciou-se na percepção do mercado de que estes seriam um novo espaço factível para a realização de investimentos, apresentando uma relação interessante entre riscos e rentabilidade, por outro, a própria intensificação destes fluxos reforçava tal movimento. Isto posto, convém destacar que, a despeito de tal intensificação do fluxo de capitais internacionais para os países em desenvolvimento, a participação destes no movimento global de capitais manteve-se pequena, mesmo no período de auge, quando observou-se uma importante diminuição de *spreads* entre os *yeilds* dos ativos destes mercados. É possível observar que, mesmo com o crescimento da participação dos países em desenvolvimento no fluxo de capitais privados globais ao longo dos anos noventas, esta apresentou-se constantemente aquém das verificadas no comércio e no produto mundiais (Tabela III)

Tabela III Participação dos Países em Desenvolvimento nos Fluxos Globais (%)										
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Capitais privados	11,8	12,4	12,6	12,8	12,4	13,2	14,4	9,9	7,6	7,6
Mercado de capitais	9,7	9,4	9,4	9,0	9,0	9,8	10,8	6,2	4,7	5,5
IDE	22,3	27,4	29,5	35,2	32,3	34,9	36,5	25,9	18,9	15,9
Comércio Mundial	26,5	28,3	28,3	28,4	29,5	31,3	32,4	30,7	30,7	33,4
Produto Mundial	19,8	19,2	19,7	20,0	20,7	22,1	23,2	21,6	21,7	22,5

Fonte : Banco Mundial, Global Development Finance : Country Tables; Capital DATA and Bondware and Loanware;
Apud World Bank, Global Development Finance, Trends in Private Capital Flows, 2001.

Para o FMI, os distúrbios vividos pelas economias do sudeste asiático na segunda metade de 1997 marcaram a reversão deste clima de “segurança e rentabilidade” dos mercados emergentes como um todo, sob o prisma dos investidores internacionais, sendo que “*As crises na Ásia, Rússia e Brasil devem ser vistas como parte – ambas de causas e sintomas- de um reacendimento dos riscos nos mercados emergentes*” (IMF, 1999; p.63).

⁷² Convém destacar que a intensificação do influxo de capitais foi marco central na realização de processos de estabilização em diferentes países, em especial da América Latina.

Iniciou-se, então, um processo quase contínuo de distúrbios financeiros em mercados emergentes, distúrbios estes que apresentaram intenso e complexo grau de conexão. O elevado potencial de contágio destes distúrbios financeiros pode ser explicado pela conjunção de diferentes fatores, entre os quais destacam-se o fato de estarem estas economias submetidas aos mesmos choques externos, a mudanças de comportamento do mercado diante da percepção de fragilidades internas comuns destas economias (IMF, 1999; p.63).

Estes fatores já encontravam-se presentes em períodos anteriores. No entanto, seus efeitos foram exacerbados pelas transformações sofridas pelos mercados financeiros nos últimos anos. Dentro da nova dinâmica, a existência de grandes agentes e *market makers* que operam em escala global afeta de forma importante os movimentos de curto prazo dos preços dos ativos, sendo estes efeitos, em vários momentos, mais importantes do que os resultantes das variáveis fundamentais da(s) economia(s) em questão.

A partir dos cadentes níveis de confiança nas economias emergentes após a crise asiática e em especial a russa, observou-se um movimento de venda indiscriminada de ativos de mercados emergentes e a inauguração de um período de iliquidez para estas economias, marcado por ondas de agravamento e atenuação desta⁷³. Sendo assim, estas economias foram afetadas de forma adversa, dada a dependência visceral de grande parte destas em relação ao fluxo de capitais internacionais. Tal dependência foi criada ou exacerbada pelos processos de liberalização vividos por estas economias, explicitando-se através das necessidades de refinanciamento de dívidas internas e/ou externas, como

⁷³ A economia russa, vista pelo mercado como *too big to fail*, apresentava elevado déficit fiscal que era financiado através da colocação crescente de títulos junto a investidores domésticos e internacionais. No início de 1998, o governo russo passou a se defrontar com dificuldades crescentes de rolagem desta dívida em moeda local, em função de problemas políticos internos e choques externos, entre os quais a diminuição dos preços internacionais de petróleo e a fragilidade dos mercados emergentes após os distúrbios vividos pelas economias asiáticas. Assim, o governo russo passou a emitir títulos denominados em dólares com taxas de juros crescentes e nem mesmo a ajuda do FMI para reestruturar parcela desta dívida conseguiu reverter a confiança do mercado. Com a crescente queda nos níveis de confiança dos agentes do mercado observou-se uma intensificação do movimento de venda de ativos russos, diminuição da liquidez diante dos temores de falência bancária e movimentos de retiradas bancárias, além do aumento da pressão sobre o rublo. Diante do agravamento do quadro, o governo russo resolveu desvalorizar o rublo e declarar moratória unilateral da dívida pública interna, forçando uma reestruturação desta. Tal postura exacerbou a perda de confiança nos mercados emergentes, e acabou provocando a fragilização de algumas instituições financeiras fortemente alavancadas, tais como *hedge funds*. O caso do LTCM que será discutido adiante, agravando ainda mais a instabilidade destes mercados.

também de déficits em transações correntes (Tabela II). Sendo assim, a conjunção de necessidade de capitais externos e iliquidez dos capitais privados levou a grande maioria destas economias a terem que recorrer aos fundos oficiais, em especial do Fundo Monetário Internacional e do Bancos Mundial.

A direção e intensidade dos fluxos de capitais privados podem ser tomados como parâmetros interessantes desta reversão. Nos momentos em que se explicitaram as fragilidades de determinado(s) mercado(s) emergente(s), o fluxo de capitais para os países centrais intensificaram-se, movimento este sentido pela grande maioria dos mercados tidos como emergentes. Quando da amenização de tais distúrbios, observou-se um redirecionamento deste fluxo para os discutidos mercados, porém em menor intensidade. Ou seja, após a percepção dos primeiros distúrbios, observou-se uma diminuição da participação dos países em desenvolvimento no fluxo de capitais privados mundiais. Esta participação teve seu auge em 1997, ano em que atingiu 14,4%, passando a cair de forma continuada até chegar a 7,6% em 2000 (Tabela III).

2.3.2 Hedge Funds e Crises nos Noventas

Em vários dos recentes episódios de distúrbios financeiros experimentados nos anos noventas, pôde-se observar a atuação dos *hedge funds*, com destaque para episódios da crise do sistema monetário europeu em 1992, da crise asiática, na qual a atuação foi menos intensa, e por fim e mais importante, o caso do *Long Term Capital Management (LTCM)*⁷⁴. Convém assinalar que na discussão apresentada por diferentes autores, o posicionamento destes fundos nas discutidas crises foi fundamental, o que não significa afirmar que estes foram os únicos agentes a tomarem tais posições, ou que suas previsões são infalíveis e eles sempre ganham apostando em determinado movimento de realinhamento de preços. Em diferentes situações foram seguidos ou mesmo acompanhados por bancos, grandes corporações e investidores institucionais. (Eichengreen, 1998; Kodres, 1998)

O Sistema Monetário Europeu (SME), criado em 1979 a partir do mecanismo da serpente europeia, caracterizou-se por apresentar regime de câmbio fixo com pequenas

⁷⁴ Não há indícios de participação relevante dos *hedge funds* em outros distúrbios financeiros internacionais ocorridos nos noventas, tais como as crises mexicana, argentina e brasileira.

bandas de flutuação e mostrou-se bem sucedido, em especial no tocante à convergência das taxas de inflação dos diferentes países participantes (FMI, 1993). Em 1987 houve um último realinhamento entre as paridades das moedas participantes, mecanismo bastante comum no período anterior, inaugurando um período de sistema de câmbio fixo propriamente dito, a despeito da manutenção de ainda diferentes taxas de inflação e performances econômicas⁷⁵. Isto posto, observou-se a partir de então um forte movimento de capitais para as moedas participantes do processo, na verdade para aquelas que garantiam *yields* mais elevado. Tal movimento era balizado pela forte confiança do mercado no SME e pela existência de formas de financiamento barato, dadas as baixas taxas de juros vigentes então nos países centrais. No entanto, a combinação de paridades fixas com diferentes taxas de inflação acabou por ocasionar a sobrevalorização de algumas moedas gerando problemas de concorrência destas economias, o que passou a problematizar o próprio processo de convergência⁷⁶. Tal processo foi agravado pela desvalorização do dólar diante das moedas européias e por aumentos das taxas de juros que tornaram o financiamento de posições mais caro. A percepção de que algumas destas moedas encontravam-se sobrevalorizadas levou alguns *hedge funds*, entre outros agentes, a se posicionarem, estando entre aqueles que começaram a diminuir os prazos em suas posições de moedas européias. Passaram a fazer contratos de venda a termo de moedas européias em operações de mercado de balcão, esperando poder comprá-las de volta a preços mais baixos, em função do esperado realinhamento⁷⁷. Este tipo de posicionamento é bastante elucidativo do comportamento de fundos que tomam uma única direção em função da percepção de desalinhamentos de preços de ativos financeiros.

⁷⁵ Entre os anos de 1979 e 1987 as paridades oficiais foram freqüentemente alteradas, em especial a de países que ainda não haviam conseguido atingir o patamar inflacionário esperado, sendo o principal parâmetro os baixos níveis de inflação verificados na Alemanha.

⁷⁶ Na Itália, a percepção da sobrevalorização da lira foi estimulada pela deterioração das transações correntes e pela queda na rentabilidade dos negócios. No Reino Unido, a libra havia se valorizado fortemente no período anterior a sua entrada no SME e o déficit comercial se expandiu em 1992. Entre os países nórdicos, Finlândia e Suécia amargavam problemas externos em função da diminuição do comércio com a recém extinta União Soviética, agravados pela severa crise bancária amargada por ambos. E para agravar a situação na região, o Tratado de Maastricht foi negado em referendo pelos eleitores da Dinamarca.

⁷⁷ No bojo deste posicionamento dos *hedge funds*, bancos passaram a vender as discutidas moedas no mercado *spot*, e a negociar *swaps* destas moedas com prazos de maturação parecidos com os contratos a termos firmados pelos *hedge funds*. (Eichengreen, 1998)

Este posicionamento assumido pelos *hedge funds* acabou por precipitar, se não ocasionar, fortes distúrbios no SME. Entre as moedas que mais sofreram pressões encontravam-se a libra esterlina, o *markka* finlandês, a lira italiana e as coroas suecas e norueguesas, que passaram a ter regimes de câmbio flutuante, e o escudo e peseta, que foram desvalorizados. O SME passou a funcionar a partir de bandas mais amplas de flutuação, podendo as moedas variarem 15 pontos percentuais para cima e para baixo. Não existem informações fechadas sobre o montante total de recursos transacionados por estes fundos no discutido episódio. Estimativas deste montante podem ser realizadas a partir das informações reportadas pelo conhecido fundo administrado por George Soros, que naquele momento, transacionava cerca de 15% dos volumes negociados por estes fundos⁷⁸. A capacidade deste fundo de levantar recursos junto a outros agentes era, então, de cerca de US\$ 10 bilhões em posições curtas de libra esterlina (Eichengreen, 1998). Há consenso entre os analistas que o posicionamento dos *hedge funds* neste episódio foi fundamental, não necessariamente pelos volumes transacionados por estes, mas em especial por terem atuado como *market-makers*, uma vez que foram seguidos por outros investidores, em especial fundos mútuos⁷⁹. Na verdade os resultados do comportamento destes fundos mostraram-se mais profundos ainda, uma vez que deram visibilidade para a capacidade destes, dentro de um escopo mais amplo de agentes, de inviabilizar mecanismos de política econômica.

Os países do sudeste asiático foram alvo de importante movimento de capitais ao longo da primeira metade dos anos noventas, como discutido acima. A despeito de não assumirem posições dominantes nestes países, entre os agentes que procuravam a rentabilidade, em especial dos títulos de dívida de renda fixa, encontravam-se os *hedge funds*. Assim como bancos e outros investidores institucionais, estes fundos assumiam posições mais longas nestes mercados. A principal estratégia destes agentes era a arbitragem dos diferentes patamares das taxas de juros em vigor nos países centrais e no discutido mercado. Em outras palavras, estes agentes levantavam recursos a custos baixos

⁷⁸ O papel da família Quantum de fundos macro, administrada por George Soros, no episódio da crise do SME foi amplamente divulgado pela imprensa.

⁷⁹ Segundo Eichengreen (1998), naquele momento os investidores institucionais (fundos de pensão, mútuos e seguradoras) de Alemanha, Canadá, Japão, Reino Unido e EUA administravam carteiras de mais de US\$ 11 trilhões, sendo este último responsável por US\$ 7 trilhões.

nos países centrais, dadas as baixas taxas de juros que nestes então vigoravam, e realizavam aplicações nos mercados emergentes, com destaque para os do sudeste asiático. A estabilidade destes ganhos estava calcada nos regimes de câmbio fixo que vigoravam naquelas economias. Ou seja, sinais de desconfiança em tal estabilidade poderiam desencadear mudanças no posicionamento de tais agentes.

O primeiro foco da crise foi a economia da Tailândia, resultado da conjunção de desequilíbrios em variáveis domésticas e piora nas condições de variáveis externas. A evolução negativa dos *fundamentals* da economia tailandesa, associada a aumentos das taxas de juros nos países centrais no primeiro semestre de 1997 e ao movimento de valorização do dólar frente ao iene, geraram mudanças nas expectativas dos investidores internacionais⁸⁰. Assim passou-se a observar movimentos de fechamento de posições em títulos denominados em *thais*, movimento este que aparentemente mostrou-se mais avassalador para a fragilização da moeda tailandesa do que o próprio movimento de venda desta no curto prazo. A percepção de que a desvalorização desta era iminente, levou estes agentes a realizarem contratos de venda a termo de tal moeda. Em julho de 1997, dos US\$ 28 bilhões negociados a termo pelo Banco da Tailândia, cerca de US\$ 7 bilhões eram em operações realizadas com *hedge funds*, não sendo estas as únicas operações de venda a termo de *thais* negociadas por estes fundos. No entanto, estas operações de *hedge funds* com o Banco da Tailândia só ocorreram alguns meses após o início do processo de especulação contra o *thais*, o que desvirtua a idéia de que estes fundos tenham agido como *market makers*, como no caso do SME, condicionando o comportamento de outros agentes. Tal movimento teria sido iniciado por grandes corporações e bancos domésticos e bancos comerciais e de investimento internacionais. Na verdade, estes fundos teriam assumido posições curtas somente na moeda tailandesa, não antecipando, mas sim se surpreendendo e incorrendo em perdas com o contágio das outras economias asiáticas (Einchengreen, 1998; p.17/18). Desta forma, os *hedge funds* não tiveram papel ativo na crise dos países asiáticos como um todo, tendo participação importante apenas na crise da Tailândia. E esta crise, apesar de não ser a mais importante, foi a primeira e essencial para o movimento de

⁸⁰ A valorização do dólar com relação ao iene problematizou a competitividade das moedas asiáticas que tinham sistema de câmbio fixo com relação a uma cesta de moedas na qual o peso maior era do dólar. Assim, estas economias viram suas moedas valorizarem-se diante do iene, piorando as condições do intenso comércio exterior realizado com o Japão.

contágio sobre as outras economias do sudeste asiático, assim como sobre as crises posteriores de emergentes, como Rússia e Brasil. Este primeiro momento da crise rompeu um longo período de estabilidade financeira internacional, marcado pela intensificação dos fluxos de capitais para os emergentes, inaugurando um período de ressurgimento do risco destes mercados, conforme discutido anteriormente.

O LTCM foi montado por ícones do mercado financeiro norte-americano, utilizando-se de forma mais intensa que outros fundos de modelos matemáticos⁸¹. Foram desenvolvidos complexos modelos de movimentos históricos de preços de determinados ativos financeiros, utilizando-se destes para discernir padrões dos mercados através da aplicação de padrões históricos de preços aos preços correntes. Outra característica fundamental deste fundo era o elevado nível de alavancagem de suas posições, o que era facilitado pelo acesso quase ilimitado a fontes de financiamento, uma vez que eram vistos pelos credores como tomadores preferenciais. Alguns analistas questionam a naturalidade com que emprestadores disponibilizavam recursos para este fundo, o que teria sido assim explicado pelo *Wall Street Journal*, “... credores e investidores estavam tão encantados pelo poder estrelar e conexões dos administradores do LTCM – e com os retornos espetaculares do fundo em 1995 e 1996 (acima de 40%)- que garantiam recursos sem perguntar algumas questões a que qualquer outro tomador teria sido questionado. Termos especiais para pessoas especiais.”(Todd, 1998; p.7). Além disto, este fundo era o mais ativo usuário de *swaps* de taxas de juros do mundo, além de ser grande provedor de liquidez para diferentes *securities*. (Tsatsaronis, 2000)

A moratória da dívida russa, declarada no bojo da crise vigente nesta economia, acabou por afetar adversamente a confiança e liquidez dos mercados financeiros ao alterar a dinâmica dos preços de diferentes ativos, estimulando um realinhamento destes, ao ocasionar um processo de reavaliação e reprecificação dos riscos e ao estimular amplas diminuições nos níveis de alavancagem e recomposição de carteiras, com importantes

⁸¹ Entre os formadores deste *hedge funds* em 1994, encontravam-se os ilustres professores universitários Robert Merton (Harvard) e Myron Scholes (Stanford), ganhadores do prêmio nobel de economia em 1997, por seu modelo de precificação de riscos. Os modelos utilizados procuravam destacar a relação verificada historicamente entre diferentes ativos, tais como rublos russos X trigo canadense, ou títulos do Tesouro norte-americano X *junk bonds*, sem que, segundo Todd (1998), houvesse razões objetivas para que as duas variáveis pudessem apresentarem-se relacionadas.

diminuições de posições em alguns mercados (FMI, 2000). Tal processo fragilizou alguns dos *hedge funds* que apostavam nas relações históricas entre os preços de diferentes ativos, em especial aqueles que assumiam estratégias de arbitragem de valores relativos e elevado nível de alavancagem.

No centro deste processo o LTCM, dados seu tamanho, elevado nível de alavancagem, estratégias adotadas e nível de exposição a papéis russos e outros ativos cujos preços mostraram-se sensíveis à moratória deste país, foi fortemente afetado. Passou então a conviver com intenso processo de deterioração de suas posições, dado o ritmo de queda no valor de sua carteira e a dificuldade de se livrar de posições, ao enfrentar problemas de liquidez. Assim, a queda no valor da carteira implicou elevação dos riscos destas, que se explicitou pelo importante crescimento da relação dívida/patrimônio do fundo, e agravou ainda mais o contexto adverso dos mercados financeiros⁸². Assim, se os movimentos adversos do mercado resultantes da moratória russa contribuíram para a fragilização das posições do LTCM, temores quanto à falência deste exacerbaram tais adversidades.

A posição de cliente preferencial para a tomada de recursos inverteu-se, observando-se o fechamento de linhas de crédito, chamadas de margens e aumentos dos colaterais exigidos⁸³. Inaugurou-se assim um movimento de venda de ativos das carteiras destes fundos, que não se limitavam aos ativos afetados pela moratória russa, ocasionando pressões sobre os preços de tais ativos e contaminando outros mercados⁸⁴. Assim, a rápida diminuição dos níveis de alavancagem acabou por ocasionar um forte aumento da volatilidade dos mercados e distorções nas relações dadas pelo mercado como normais entre os preços de diferentes ativos financeiros. Posições alavancadas em papéis tornaram-se problemáticas diante da verificada diminuição de preços destes, o que acabou por estimular movimentos de venda para fazer frente às chamadas de margens, agravando o discutido movimento de queda de preços. Diante deste contexto, queda de preços de papéis e aumento da volatilidade do mercado, os *market-makers* passaram a fechar posições,

⁸² Ao longo de agosto de 1998, o LTCM perdeu US\$ 1,8B, o que representava cerca de 44% de seu capital, que era de US\$ 4,1 B ao final do mês anterior. (FMI, 2000; p. 85)

⁸³ Até mesmo o *Bear Stearns*, principal agência *broker* do LTCM exigiu colaterais adicionais de forma a cobrir possíveis aumentos no seu nível de exposição.

⁸⁴ Em função da fragilidade dos títulos russos, houve movimentos de venda de títulos latino americanos, *junk bonds*, papéis de corporações européias, entre outros, alaistrando as distorções para estes mercados.

diminuindo assim a liquidez dos mercados de *securities*, o que, diante do movimento de venda então verificado, agravou ainda mais a queda de preços. Diante deste contexto, a preocupação central do mercado era consubstanciada pelos possíveis efeitos sobre os preços de ativos e a saúde financeira dos parceiros do discutido fundo. Paradoxalmente, até momento anterior à crise, o LTCM gozava de grande prestígio entre os agentes e analistas do mercado, como pode ser constatado em artigo da The Economist :

“Os resultados (do LTCM) têm sido impressionantes : altos retornos com baixa volatilidade – o sonho de qualquer investidor. Acredita-se que até agora (após três anos da criação) o fundo já tenha garantido lucros para seus fundadores de US\$ 1 bilhão (1997/out, p. 76)”.

Tal movimentação adversa dos mercados estimulou os bancos centrais da maioria dos países industrializados a diminuírem as taxas de juros, diante do temor de movimentos ainda maiores de diminuições de preços de ativos financeiros e dos níveis de alavancagem. Tal postura não foi suficiente para afastar a possibilidade de falência do discutido fundo, e as incertezas quanto ao tamanho e intensidade dos possíveis resultados desta. Problemas mais amplos e generalizados do que a saúde do parceiro, tais como uma intensificação ainda maior das contrações de crédito e, dado o contexto de fragilidade então presente, até mesmo, da geração de risco sistêmico. Sendo assim, o Federal Reserve de Nova York organizou um grande resgate privado, estimulando a formação de um consórcio de credores do LTCM que viabilizou uma operação de socorro, significando a concessão de novos empréstimos no valor de US\$ 3,625B⁸⁵. Esta injeção de recursos teve como contrapartida a transferência para o consórcio da propriedade de 90% do fundo e do controle sobre a diminuição da alavancagem deste e sobre o desenrolar (*unwind*) de sua carteira (Tsatsaronis, 2000). Ao final do processo, o capital dos acionistas do LTCM havia caído de US\$ 1,6 B (início de 1998) para US\$ 30 M, mas estes mantinham suas participações e administravam a liquidação da carteira do fundo de forma ordenada e sem grandes sobressaltos ou novas grandes perdas⁸⁶. A formação do consórcio de credores para o resgate privado do LTCM foi estimulada pela preocupação do FED com as possíveis implicações

⁸⁵ O resgate ao LTCM foi organizado pelo FEDNY, que estimulou credores a despenderem recursos privados. Segundo o discutido banco central, não houve comprometimento de fundos próprios nem mesmo para encorajar o socorro dos privados, como por exemplo condições mais favoráveis para empréstimos de redesconto. No entanto, naquele momento grande parte dos participantes do mercado não acreditava em tal isenção (Todd, 1998).

⁸⁶ Na verdade, no mês posterior ao resgate, o fundo gerou lucros da ordem de US\$ 100 milhões.

sobre os mercados financeiros da quebra ou liquidação do LTCM em condições adversas. Tal postura recolocou em discussão a política do “*too big to fail*”, agora adaptada aos anos noventas. Temeu-se a quebra não de um grande banco comercial, mas sim de um grande fundo alavancado e especulativo, em razão das possíveis repercussões sobre seus grandes credores, grandes bancos comerciais. Em um esforço de avaliação dos custos e benefícios trazidos por este movimento de resgate, resultados de estudo realizado no âmbito do BIS sugerem que os benefícios foram menores e os custos maiores do que a percepção naquele momento (BIS, 2001a).

2.4 Transformações Financeiras e Comportamento dos Bancos

A importância e o papel das instituições bancárias no sistema financeiro alterou-se significativamente com as mudanças verificadas neste sistema, em função da ocorrência de inovações financeiras, desregulamentação, maior integração dos mercados e intensificação dos fluxos de recursos. Com a evolução da securitização dos fluxos de crédito, domésticos e internacionais, estas instituições perderam espaço no processo de intermediação de recursos. Os bancos passaram a sofrer a maior concorrência com as *securities houses* (bancos de investimento) e viram diminuir sua participação na intermediação de crédito para tomadores de primeira linha⁸⁷. As grandes corporações emissoras das *securities* perceberam as vantagens da colocação direta destes papéis no mercado, em geral a custos mais baixos uma vez que estas não estão sujeitas às mesmas regulamentações que os bancos⁸⁸. A erosão de barreiras entre as funções de instituições bancárias e não-bancárias, seja a partir das inovações ou da desregulamentação, acabou por fragilizar o funcionamento das regras e normas, uma vez que esta diferenciação encontrava-se na base da institucionalidade dos arcabouços de regulação de alguns países⁸⁹.

⁸⁷ Especialmente nos países onde há segmentação entre as instituições, tais como Japão e Estados Unidos.

⁸⁸ Autores como Hering & Litan (1995) discutem as modificações das relações entre grandes corporações e bancos. Acredita não ser possível afirmar se há uma atenuação destas, mas que certamente houve modificações. Os não bancos passaram a ter acesso a volume maior de informações, aumentando a complexidade de suas operações, chegando em alguns casos a montarem suas próprias instituições financeiras. Os bancos viram-se diante da necessidade de alterar a gama de produtos e serviços, não se limitando a simples oferta de crédito.

⁸⁹ Como no caso do sistema norte-americano.

Se por um lado a dominância das instituições bancárias sobre outros intermediários tem sido desafiada, por outro não dá para sobrestimar o declínio dos bancos. As instituições bancárias viram-se obrigadas a procurar atividades alternativas, que oferecessem melhores taxas de rentabilidade. Entre estas destacam-se o aumento expressivo de operações : i) fora de balanço (*off-balance sheet*), inclusive na intermediação de recursos; ii) de suporte de liquidez para clientes maiores, na tomada de recursos de forma direta realizada por estes; iii) de financiamento de empresas e economias emergentes; e iv) de financiamento de instituições altamente alavancadas (HLI), entre as quais os *hedge funds*⁹⁰. Os bancos passaram a realizar cada vez mais operações típicas de mercados de capitais - dentro das limitações colocadas pela regulamentação dos diferentes países - que muitas vezes envolviam riscos maiores e até mesmo maior nível de complexidade, tais como atividades de *dealership* de derivativos. A despeito do crescente envolvimento dos bancos neste novo formato de intermediação de recursos, através de dívida direta, parte importante do fluxo de recursos passou a ser negociada através de instituições financeiras não-bancárias, e até mesmo não-financeiras.

Nos anos oitentas, a estratégia adotada pelos bancos diante da quadro adverso centrou-se nas operações *off-balance*, como o papel de operadores de derivativos, e na securitização de ativos. Contribuiu para a adoção desta estratégia a intensificação dos requerimentos de reservas de capital ocorrida no início daquela década. Tal aumento dos requerimentos de reservas, assim como o estímulo ao reforço das provisões para créditos duvidosos, foi uma resposta dada por reguladores de muitos países ao aumento da fragilidade dos bancos. Esta piora nas posições dos bancos teria ocorrido em função das respostas à intensificação da concorrência descritas acima, mas em especial da fragilização das posições dos grandes bancos internacionais em razão do nível de exposição destes aos grandes tomadores - países da América Latina - que entraram em *default* no início dos oitentas. Estas posições resultavam do forte crescimento do sistema bancário internacional ao longo da década de setenta, em especial na primeira metade. As operações de crédito

⁹⁰ A definição de instituições altamente alavancadas é difícil, uma vez que engloba universo muito amplo de instituições. Na literatura, a menção às HLI vem quase sempre acompanha dos *hedge funds*, do LTCM em especial. Ressaltando características que seriam comuns a todas elas, o Comitê procurou definir em linhas gerais as HLI como : i) instituições grandes (em geral); ii) pouco sujeitas a regras de abertura de informações ; iii) em geral trabalham alavancadas (BCBS, 1999c).

bancário para grandes tomadores intensificaram-se naquele período, impulsionadas pelo desenvolvimento de empréstimos sindicalizados, levando a uma concentração dos ativos bancários em operações de crédito para grandes tomadores. No entanto, nem todos os bancos elevaram seu capital diante do crescimento dos ativos bancários, ou mesmo as provisões contra eventuais problemas de não-pagamento. Assim, ao comprometerem parte significativa de seus recursos de capital e pessoal nestas operações, estas instituições aumentaram sua exposição aos riscos destes tomadores. Quando da mudança da política de juros norte-americana e consequente recessão mundial no início dos oitentas, parcela importante destes grandes devedores viu-se diante da impossibilidade de pagamento de suas dívidas, o que dado o nível de exposição dos bancos a estes tomadores, levou a uma fragilização de suas posições⁹¹. Apesar da gravidade da crise, havia um pequeno número de bancos credores envolvidos com o risco soberano dos países em *default*, o que certamente pode ser explicado pelo formato da intermediação de recursos ainda vigente nos setentas, baseado em grandes empréstimos.

Assim, a combinação de um novo grupo de instituições que competiam pelo mercado da intermediação de recursos, o grau de exposição dos bancos aos grandes devedores em *default* e o aumento dos requerimentos de capital sobre bancos, acabou por ocasionar um forte aperto de capital nestas instituições, fragilização de suas posições e a busca por alternativas de rentabilidade, em geral envolvendo a assunção de riscos mais elevados.

Como discutido acima, os anos noventas foram palco de diferentes distúrbios financeiros envolvendo economias emergentes e HLI. Estes distúrbios podem ser relacionados aos elevados e crescentes níveis de endividamento interno e externos então verificados, estando assim diretamente ligados ao comportamento adotado pelos bancos. Nas seções anteriores realizou-se a apresentação de alguns destes momentos turbulentos, seja

⁹¹ Esta piora na posição dos bancos levou vários bancos que operavam em escala internacional, na sua maioria pequenos mas até alguns grandes, à saída do mercado de empréstimos sindicalizados. Outros decidiram manter-se neste mercado apesar do acirramento da concorrência. Alguns grandes bancos deixaram de operar no mercado varejista e passaram a concentrar em operações institucionais e de investimento, voltando-se mais para o mercado de capitais, tendência já apontada acima. (Hering & Litan, 1995)

em torno dos emergentes ou do LTCM, que serão agora retomados do ponto de vista do comportamento das instituições bancárias.

Diante do forte crescimento das pressões competitivas - processo que se iniciara em períodos anteriores mas que atingira níveis mais elevados nos noventas – e o consequente estreitamento das margens de lucro de algumas instituições, os administradores viram-se diante da necessidade de melhorar o desempenho de suas carteiras, seja através da realização de operações mais rentáveis, da diminuição de custos ou do emprego mais efetivo dos recursos disponíveis (BIS, 2001b). As pressões competitivas foram fundamentais para a moldagem do comportamento dos bancos, que passaram a assumir posições mais lucrativas, porém mais arriscadas, destacando-se entre estas a intensificação das operações com derivativos, a movimentação de recursos para mercados emergentes e as operações de alavancagem de HLI, em especial alguns *hedge funds*. Assim, a procura por novos produtos e a atuação em outros mercados faziam parte das estratégias adotadas pelos bancos para melhoria da *performance* de suas carteiras. Para o grupo dos 50 maiores bancos, a relação entre a renda de outras operações (sem taxa de juros) e a renda líquida de taxa de juros subiu de 50% em 1991 para cerca de 85% em 1997 (IMF, 1999; p.123). White (2000) acredita que a adoção de comportamentos mais arriscados pelos bancos resultou não só destas estratégias, como também da existência de redes de segurança, uma vez que estes tendem a atenuar a percepção dos custos relacionados à tomada de riscos.

O crescimento das operações de empréstimo, tradicionais ou securitizadas, dos bancos para economias em desenvolvimento podem ser comprovadas a partir da análise de dados de bancos que se reportam ao BIS. Além das operações securitizadas, cresceram também as operações *off-balance*, tais como os derivativos (White, 2000) (Tabela VI). No momento de eclosão da crise asiática, a despeito do crescimento das operações securitizadas, um pequeno número de credores principais era responsável por grande parte dos recursos emprestados. Os empréstimos destes bancos, e desta forma sua exposição, eram primordialmente de curto prazo e concentrados em tomadores privados, em especial empresas privadas não-financeiras (Tabela IV). No período imediatamente anterior à crise, os empréstimos concedidos a tomadores destes países consubstanciavam quase 40% do total de recursos emprestados pelos bancos em questão a todos os países em

desenvolvimento, a despeito da participação marginal quando a referência era o total dos países, incluindo os desenvolvidos. No tocante à origem dos bancos credores, destaca-se a participação dos bancos japoneses, que no período da crise respondiam por importante parcela dos empréstimos aos tomadores asiáticos, participação esta que declinou de forma importante depois da crise. No período posterior à crise os bancos em questão mudaram de forma importante seu posicionamento nos países asiáticos, diminuindo de forma vertiginosa o volume de empréstimos concedidos a estes países, o que consubstanciou uma queda de cerca de 38% no estoque total destes empréstimos entre os anos de 1996 e 2000.

Tabela IV Empréstimos Internacionais de Bancos da Área do BIS ¹ para Países Seleccionados da Ásia ²									
	Total ³ (US\$B)	Partic. Total ⁴	Partic. Em Desenvol. ⁵	Maturidade (%)		Setores (%)			Origem(%)
				X<1 ⁶	x>1 ⁷	Bancos	Setor Público	Privados não-financ.	Japão ⁸
1996	261,5	-	37,8	63,6	36,4	44,1	7,5	48,4	35,8
1997	258,7	-	29,0	61,9	38,1	40,3	6,5	53,2	33,5
1998	187,9	-	22,3	50,5	49,5	42,3	9,5	48,1	34,4
1999	164,6	2,4	21,0	44,3	55,7	31,5	10,8	57,7	28,6
2000	163,1	2,1	18,6	57,2	42,8	32,3	13,1	54,5	23,9

Fonte: BIS – The Maturity, Sectoral and Distribution of International Bank Lending; BIS Consolidated Financial Statistics, vários números.

1. Bancos de países do G10 somados aos da Áustria, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega e Espanha; 2. Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia; 3. Valores de estoque em dezembro. 4. Participação dos empréstimos a estes países no total concedido; 5. Participação dos empréstimos a estes países no total concedido aos países em desenvolvimento; 6. Prazo dos empréstimos menor ou igual; 7. Prazo dos empréstimos maior que 1 ano; 8. Participação dos bancos de origem japonesa na concessão de empréstimos para a estes países asiáticos.

A moratória russa impôs severas perdas aos agentes comprados em papéis russos, em especial os que trabalhavam alavancados. Entre as características dos empréstimos que haviam sido tomados junto aos bancos dos países desenvolvidos no período anterior à crise, algumas merecem destaque. Mesmo ocupando posição marginal dentro do volume total de empréstimos concedidos por estes bancos, a Rússia ocupava papel de destaque entre os tomadores em desenvolvimento, respondendo por cerca de 8% dos empréstimos para estes países. Entre os tomadores russos, destaca-se o papel ocupado pelos bancos, receptor de parcela importante dos recursos. Os bancos alemães respondiam, mesmo após a queda verificada no após crise, por mais de 50% do volume total de empréstimos para o discutido país. No período posterior à crise houve uma forte retração dos empréstimos para este país, implicando uma queda de 45,2 % do volume total entre os anos de 1997 e 2000 (Tabela V).

Tabela V Empréstimos Internacionais de Bancos da Área do BIS ¹ para Tomadores da Rússia									
	Total ² (US\$B)	Partic. Total ³	Partic. Em Desenvol. ⁴	Maturidade (%)		Setores (%)			Origem (%)
				X<1 ⁵	x>1 ⁶	Bancos	Setor Público	Privado não-financ.	Alemanha ⁷
1996	52,4	-	7,6	46,3	52,2	75,1	11,8	16,0	58,9
1997	72,2	-	8,1	44,9	50,6	55,8	12,2	31,8	-
1998	60,4	-	7,2	29,3	66,6	63,1	6,5	30,2	52,3
1999	48,1	0,7	6,1	22,7	73,9	61,7	6,6	31,5	53,2
2000	39,6	0,5	4,5	22,8	73,7	60,0	7,6	32,2	53,3

Fonte: BIS – The Maturity, Sectoral and Distribution of International Bank Lending; BIS Consolidated Financial Statistics, vários números.

1. Bancos de países do G10 somados aos da Áustria, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega e Espanha; 2. Valores de estoque em dezembro; 3. Participação dos empréstimos à Rússia no total concedido; 4. Participação dos empréstimos à Rússia no total concedido aos países em desenvolvimento; 5. Prazo dos empréstimos menor ou igual; 6. Prazo dos empréstimos maior que 1 ano; 7. Participação dos bancos de origem alemã na concessão de empréstimos para a Rússia.

O comportamento dos bancos diante das turbulências discutidas é bastante elucidativo e compreensível no âmbito do processo de acumulação e manutenção da riqueza privada. Como amplamente discutido, os primeiros anos da década de 90 foram marcados pela expansão de alguns dos mercados mundiais, alvo de intenso movimento de capitais, inclusive bancários. As sequenciais crises dos países asiáticos ao longo de 1997 provocaram a reversão desta tendência, ocasionando uma forte retração do fluxo de recursos bancários entre os diferentes mercados domésticos em geral e em especial para mercados de economias em desenvolvimento, epicentro das turbulências. Assim, diante da percepção de adversidades, as instituições bancárias diminuíram drasticamente suas posições em mercados além de suas fronteiras, o que para os mercados em desenvolvimento implicou, inclusive, o refluxo de capitais para as economias de origem (Tabela VI). Na verdade, no primeiro momento este movimento de retração teria sido mais intenso não houvesse ocorrido o redirecionamento do fluxo de recursos entre as economias em desenvolvimento, das asiáticas para as latino americanas. Nos anos subsequentes a este movimento de reversão, em especial ao longo de 2000, observou-se uma importante retomada das operações bancárias entre fronteiras de forma concentrada entre as economias desenvolvidas (Tabela VI). Por fim, cabe destacar que mesmo no bojo destes movimentos de retração das operações bancárias entre fronteiras, as transações através de securities mostraram-se crescentes, com insignificantes exceções para os mercados em desenvolvimento. Assim, depreende-se que, após as turbulências de 1997/1998, parcela crescente das transações de recursos entre fronteiras negociada pelos bancos das economias

industrializadas tem se dado através de *securities* em detrimento dos empréstimos, sejam estes interbancários ou para empresas não bancárias.

Tabela VI Principais Características dos Direitos Negociados por Bancos entre Fronteiras ¹ US\$ Bilhões				
	1997	1998	1999	2000
Direitos Totais	1.333,8	272,4	276,1	1.171,8
Empréstimos Interbancários	911,4	28,1	-214,3	658,7
Empréstimos para não bancos	222,9	-26,9	106,7	55,0
Securities	199,5	271,2	383,7	458,0
Em Países Desenvolvidos	1.056,5	567,3	467,6	1.114,1
Empréstimos Interbancários	733,4	288,7	33,4	674,9
Empréstimos para não bancos	142,1	24,2	117,0	69,1
Securities	181,1	254,4	317,2	370,1
Em Centros Offshores	198,5	-178,0	-102,6	50,4
Empréstimos Interbancários	166,5	-172,0	-139,7	-18,8
Empréstimos para não bancos	27,9	-27,1	9,3	18,4
Securities	5,1	21,0	27,7	50,8
Em Economias em Desenvolvimento	76,7	-83,0	-69,1	-10,0
Empréstimos Interbancários	16,0	-63,9	-58,6	-8,9
Empréstimos para não bancos	48,3	-12,4	-16,6	-27,5
Securities	12,3	-6,8	6,1	17,3

Fonte: BIS Quarterly Review, June 2000; June 2001; May 1998

O relacionamento de bancos com HLI é frequentemente elucidado a partir de *hedge funds*, com especial destaque para o caso LTCM, dados os tamanho, nível de alavancagem e implicações da falência de tal fundo, como amplamente discutido no presente capítulo. Apesar do nível de envolvimento entre bancos e LTCM ter sido excepcional, explicita a natureza da interação entre bancos e as HLI (BCBS, 1999c). Em geral, as exposições de bancos às HLI concentram-se em transações com derivativos de balcão (OTC) e operações compromissadas (*repo markets*), sendo que em geral os bancos trabalham com colaterais. Assim, a exposição direta dos bancos às HLI, no caso do LTCM, era medida pelos valores de negociação dos ativos usados como colaterais, não comprometendo parcela grande de operações e atividades com derivativos dos bancos. Mas em casos extremos, como de falência da HLI, os bancos emprestadores ficam expostos às perdas resultantes da liquidação de colaterais em ambientes adversos. No caso do LTCM estes efeitos secundários do nível de exposição mostraram-se mais graves em função de alguns elementos presentes naquele momento ou característicos da forma de atuação deste fundo. Havia uma importante volatilidade prévia nos preços de mercado naquele momento, resultantes da crise asiática, mas em especial da quebra de confiança causada pela

moratória russa - após a crise russa, as restrições de recursos extrapolaram as economias emergentes e passaram ser sentidas também nas economias industrializadas (Tabela VI)-, além de elevado potencial para maiores ajustes de mercado. O nível de exposição dos bancos ao risco de falência do LTCM foi acentuado pela pouca transparência das operações deste fundo, que prejudicava a visibilidade dos bancos quando aos investimentos realizados, limitando assim suas possibilidades de proteção contra exposições secundárias (BCBS, 1999c). Diante das adversidades, houve um importante movimento de retração das operações de financiamento das posições alavancadas das instituições bancárias. Este movimento pode ser de alguma forma depreendido da forte contração das operações entre fronteiras dos bancos dos países industrializados com os mercados *offshore*, nos quais encontram-se as sedes de grande parte dos *hedge funds* (Tabela VI) (BIS, 1999b).

2.5 Transformações Financeiras e Regulamentação

Os esquemas tradicionais de regulamentação dos mercados financeiros, fundamentados no funcionamento das atividades bancárias domésticas, foram fortemente afetados pelas discutidas transformações e perderam espaço tradicionalmente ocupado no sistema financeiro. Em alguns sistemas, como os de modelo anglo-saxão, prevalecia a diferenciação funcional entre as instituições. Em outros, como o alemão, vigoravam os bancos universais. Estes arcabouços haviam sido desenvolvidos a partir da segmentação institucional vigente nos diferentes sistemas financeiros. No entanto, as profundas mudanças nos mercados financeiros, resultantes do processo de inovações financeiras, desregulamentação e globalização dos mercados, de alguma forma minaram a base institucional sobre a qual a regulação foi organizada, ao amplificar o espaço do mercado e minimizar a atuação das autoridades supervisoras, o que tem suscitado discussões em torno da necessidade de reconstrução dos sistemas de regulação. Entre estas transformações podem ser destacadas : i) a erosão de barreiras de diferenciação funcionais ou geográficas; ii) a formação de conglomerados financeiros onde antes eram proibidos; iii) a organização de instituições financeiras multinacionais – com a penetração em mercados estrangeiros através de filiais e subsidiárias -; iv) as operações possibilitadas pela evolução da tecnologia da informação; v) o desmantelamento das barreiras ao fluxo internacional de

capitais. (Goodhart, 1995; Dale 1996). Na verdade, os limites colocados à atuação de autoridades domésticas não se limitam às supervisoras dos sistemas financeiros.

Se por um lado o recente desenvolvimento possibilitou a elevação da eficiência dos mercados, por outro dificultou o papel regulador das autoridades, em especial em função do aumento do potencial de instabilidade financeira. Esta relação entre a maior instabilidade financeira e as limitações colocadas à atuação das autoridades reguladoras pode ser colocada em diferentes níveis. Primeiro, os novos mercados globais oferecem canais para transmissão de distúrbios entre fronteiras entre setores do mercado, provocando um movimento de intensificação e generalização das chamadas corridas bancárias. A maior integração dos mercados pode agravar o risco do sistema, em função de movimentos de contágio de desordens financeiras originadas em centros com fraca regulamentação (Dale, 1996). A coexistência de desníveis de regulamentação dos diferentes sistemas domésticos pode gerar não só distorções nas condições de competição entre as diferentes instituições financeiras, como também ocasionar movimentos de capitais no sentido dos mercados menos regulados, que em geral são mais arriscados, o que agrava a instabilidade do sistema. Esta distorção tem sido alvo de grandes preocupações por parte das autoridades reguladoras e supervisoras, o que tem suscitado o desenvolvimento de regras de harmonização como o Acordo da Basiléia de 1988.

Em um segundo nível coloca-se a diminuição da capacidade de reação dos reguladores, dada a velocidade da ação e reação dos agentes do mercado, exacerbada pela evolução da tecnologia da informação. A rapidez e a complexidade do processamento de inovações financeiras afeta a transparência das operações. Se por um lado problematiza a atuação dos agentes reguladores, por outro dificulta a administração por agentes internos e a compreensão destes por agentes externos, o que pode agravar a ocorrência de assimetrias de informações. Intensifica-se uma questão sempre presente nestes mercados : a menor flexibilidade e agilidade da criação e implementação de regras e normas diante da atuação dos agentes de mercado. Esta questão está na base das modificações, talvez adaptações, da regulamentação, como será discutido no capítulo quarto.

Como discutido aqui, as mudanças nos mercados financeiros observadas nos últimos anos alteraram a natureza da movimento financeiro, afetando a base sobre a qual

foram desenhados os esquemas de regulamentação. Muitos dos instrumentos destes esquemas tornaram-se inoperantes, seja em função das inovações ou da desregulamentação, ao mesmo tempo em que os mercados tornaram-se mais instáveis e suscetíveis a crises. Esquemas de regulamentação fundamentados em regras impostas externamente aos regulados, sejam no sentido de limitar seu espaço de atuação em mercados ou produtos, sejam para restringir suas posições de riscos, mostram-se cada vez mais insatisfatórios e descolados do movimento real.

Novos desafios são colocados para agentes que atuam como EUI. A crescente internacionalização dos mercados amplifica as possibilidades de contágio, devendo-se pensar em um EUI internacional, não necessariamente uma agência supranacional, mas talvez uma rede cooperativa de bancos centrais (Aglietta, 1998).

2.6 Considerações Finais

Algumas considerações podem ser realizadas sobre os resultados das transformações vivenciadas pelos sistemas financeiros nas últimas duas décadas, que tornaram estes mercados mais integrados, complexos e profundos. Observou-se uma importante intensificação dos fluxos de capitais entre mercados, resultante da combinação de inovações financeiras, securitização e derivativos, e da desregulamentação de mercados financeiros.

Com o crescimento das operações securitizadas, a intermediação de recursos através de títulos de dívida passou a ocupar parte do espaço das operações tradicionais de crédito, ocasionando um processo que alguns autores classificam como de desintermediação financeira, ou de forma mais estrita, desintermediação bancária. Isto porque, neste novo formato de intermediação através de dívida direta, é crescente o papel de instituições financeiras não-bancárias e entre agentes não-financeiros, em espaço anteriormente dominado por bancos. Neste novo formato das finanças internacionais ganham importância outros agentes, que juntamente com os bancos, tornam-se atores importantes do sistema financeiro internacional. Como já discutido acima, os bancos passam a exercer novas funções, tornando-se os principais negociadores de derivativos, operando de forma especulativa e com elevado nível de alavancagem. Os investidores institucionais passaram a

ocupar espaço cada vez mais importante, sendo grandes demandantes de instrumentos de dívida securitizados para a formação de suas carteiras. Entre estes destacam-se os fundos de pensão, os fundos mútuos, em especial os especializados em operações puramente especulativas como os *hedge funds*, que ganham importância nos noventa ao ocuparem papel de destaque em alguns dos momentos de crise das finanças internacionais⁹²

É importante destacar que neste contexto de finanças securitizadas, ondas de otimismo e pessimismo com relação a determinados tipos de instrumentos e/ou mercados refletem-se no comportamento dos preços dos ativos. Em outras palavras, seja em momentos de alta ou de baixa, o ajuste se dá via preços, o que potencializa a instabilidade, em especial na presença de *over react* e comportamento mimético dos agentes participantes do mercado.

O crescimento das operações com instrumentos derivativos contribuiu de forma importante para este processo. Se por um lado possibilita uma melhor distribuição e administração dos riscos em nível micro, ou seja, do ponto de vista do agente individual, por outro podem implicar elevação dos riscos em nível macro, isto é, do risco do sistema. Estes instrumentos contribuíram também para a aceleração dos diferentes mercados e muitas vezes criaram espaço para a realização de operações fora do controle das autoridades supervisoras.

A desregulamentação dos mercados financeiros significou a resposta dada pelas autoridades supervisoras a duas ordens de questões. Primeiro, à inoperância de parte do arcabouço de regras que restringiam o espaço de atuação dos agentes participantes dos vários mercados, em especial as instituições bancárias. Tal inoperância resultava do amplo movimento de inovações financeiras gestacionadas em períodos anteriores com o intuito de burlar as restrições colocadas a aumentos de rentabilidade e liquidez. Segundo, ao contexto mais geral de ressurgimento de políticas econômicas liberais, sendo aqui fundamental a diminuição de barreiras dentro e entre os diferentes mercados domésticos, o que possibilitou o crescimento do fluxo de capitais entre estes.

⁹² Segundo Van't dack, o crescimento dos a intensa evolução dos investidores institucionais

O funcionamento do sistema financeiro internacional dos anos noventas, resultante destas fortes transformações dos setentas e oitentas, foi marcado por uma série de crises financeiras, em especial nos mercados dos países de menor desenvolvimento econômico. Estes mercados, conhecidos como emergentes, passaram a fazer parte, mesmo que marginal, dos movimentos financeiros internacionais. A combinação de processos de liberalização financeira nestes países e elevado volume de recursos no mercado internacional acabou por colocar estes países no circuito financeiro internacional, tornando-os dependentes destes recursos para fechamento de seus balanços de pagamentos. Esta dependência de recursos tornou estes países vulneráveis aos movimentos internacionais de capitais, que dada sua nova configuração, são voláteis e especulativos. Pequenos ou grandes indícios de problemas internacionais ou domésticos têm provocado fortes fluxos destes capitais, o que pode mostrar-se seriamente danoso, dada a discutida dependência dos países.

Neste processo de grandes transformações dos mercados financeiros tem-se que destacar a importância da enorme evolução da tecnologia da informação, que teve papel fundamental na intensificação dos movimentos financeiros, em tempo e espaço real, com importante diminuição dos custos. Se é questionável dizer que o progresso tecnológico foi determinante do processo de transformações financeiras, é possível afirmar que foi condicionante.

Vários autores, em geral os que partem de paradigmas liberais, defendem a idéia de que, a partir destas transformações, os mercados tornaram-se mais eficientes, apresentando maior capacidade de resposta às variantes condições nas quais os recursos são demandados e ofertados. As reduções dos custos de transações teriam possibilitado o crescimento dos fluxos de capitais, possibilitando assim uma crescente integração entre os mercados. Além disto, instrumentos financeiros derivativos teriam viabilizado uma maior distribuição e melhor administração dos riscos. Esta afirmação não considera que a atenuação de riscos se dê em nível dos agentes individuais e possa implicar elevação significativa dos riscos do sistema. Apesar dos possíveis benefícios ressaltados, esta nova conformação, ou mesmo dinâmica dos mercados financeiros apresenta um elevado e crescente grau de instabilidade, que em geral explicita-se através de grandes flutuações dos preços dos ativos.

A existência de estabilidade macro está diretamente vinculada a dois tipos de variáveis : monetárias e financeiras. As primeiras estão diretamente relacionadas à gestão monetária, enquanto as segundas resultam da política financeira adotada e do comportamento dos agentes participantes do mercado. Emerge então uma relação paradoxal a partir do comportamento dos agentes. Tendo em vista a lógica capitalista do lucro, o comportamento individual dos diferentes agentes pode atuar no sentido de corroborar, ou mesmo de criar situações de intensa instabilidade macro. No entanto, a intensificação desta afeta o contexto no qual atuam, o que em geral se explicita na elevação dos níveis de risco a que estão expostos. Em outras palavras, a combinação do comportamento individual dos agentes pode afetar de forma adversa a estabilidade macroeconômica e elevar o nível de riscos a que estão expostos.

O contexto recente de elevação da instabilidade observada nos mercados financeiros pode ser comprovado a partir da observada intensificação dos movimentos dos fluxos de capitais e os conseqüentes efeitos sobre os preços dos diferentes ativos. Em momentos extremos, estes movimentos ocasionaram importantes distúrbios financeiros, o que pôde ser observado ao longo da década de noventa, em especial na segunda metade. As recentes crises financeiras têm suscitado ampla discussão em torno da criação de mecanismos e instrumentos que possam levar ao arrefecimento da instabilidade resultante da intensificação do fluxo de capitais.

Coloca-se assim a necessidade de mudanças no comportamento micro das instituições financeiras, de forma a tornar estas e os mercados de forma mais geral, menos frágeis diante de quadro de forte instabilidade macro, em especial no que diz respeito ao movimento dos capitais. Sob esta ótica, pode-se destacar a a criação de padrões e práticas de comportamento para as instituições financeiras, busca da administração dos riscos em nível das instituições e do sistema financeiro como um todo, sistemas de redes de segurança, maior transparência e mecanismos de vigilância e administração de crises. Tal questão tem permeado a atuação das autoridades reguladoras domésticas e internacionais, uma vez que a elas cabe a função de garantir a estabilidade e solidez dos sistemas financeiros. No que tange aos instrumentos de regulação financeira, bancária de forma mais específica, têm ganhado espaço os mecanismos, ou formas de comportamento das

instituições, que procurem minimizar a vulnerabilidade destas com relação aos movimentos macro, e assim garantir maior segurança e solidez aos sistemas. Apesar da volatilidade dos capitais em nível internacional, pouco tem sido discutido ou implementado no sentido de proteger os países de influxos ou refluxos de capitais. A lógica central defendida pelas autoridades não passa pela restrição e sim pela manutenção ou mesmo intensificação da livre movimentação dos capitais. Do ponto de vista macro, a execução de políticas econômicas sólidas que garantiriam estabilidade do nível de preços e do regime cambial.

Convém lembrar que apesar de mercados financeiros mais integrados e do forte movimento de capitais entre estes, a regulação financeira se dá em nível doméstico. Várias tentativas têm sido feitas, em especial no âmbito do BIS, mas também IOSCO, G-10, no sentido de harmonizar as políticas de regulação. O Acordo da Basileia (1988) pode ser visto como um primeiro momento de um movimento mais amplo de criação de padrões de conduta e harmonização de regras, seguido do *Amendment* (1996) para a inclusão dos riscos de mercado e por fim a proposta de um Novo Acordo (2001). As recentes e seguidas crises financeiras observadas na segunda metade dos noventa suscitaram uma ampla discussão em torno da necessidade de se pensar uma nova arquitetura financeira internacional. Esta é a lógica que permeia a seqüência do presente trabalho. Nos capítulos 3 e 4 serão discutidos os vários momentos do Acordo realizado no âmbito do BIS, tendo em vista a resposta implementada pelas autoridades reguladoras às transformações vividas pelos sistemas bancários e discutidas acima.

Capítulo 3 - O Acordo de 1988

3.1 Introdução

Os sistemas financeiros apresentam especificidades que justificam um maior nível de regulamentação deste diante de outros setores da economia, conforme discutido no capítulo 1. Ao longo das últimas décadas do século XX, os sistemas financeiros em nível mundial passaram por uma série de transformações que os tornaram mais integrados, complexos, profundos e instáveis. Tais transformações afetaram de forma fundamental o comportamento das instituições bancárias, como discutido no capítulo segundo. O objetivo dos capítulos 3 e 4 é discutir os acordos realizados em nível do Comitê da Basileia, tendo em vista a resposta dada pelas autoridades reguladoras/supervisoras a estas transformações vivenciadas pelos sistemas financeiros. Mais uma vez, a hipótese que permeia esta análise é que as recentes mudanças na organização e funcionamento dos sistemas financeiros, tendo em vista as inovações e a desregulamentação ocorridos nestes, ocasionaram modificações no formato da regulamentação. Regras de comportamento e supervisão ganham destaque nos diferentes arcabouços de normas que passam a ser discutidos e implementados, em explícito detrimento de regras de intervenção. Isto é, as novas normas privilegiam o fortalecimento das posições das instituições bancárias, de forma que estas encontrem-se em melhores condições para reagir diante do contexto de crescente instabilidade financeira. Dada a constatação do elevado nível de integração dos vários mercados financeiros nacionais, este novo arcabouço é montado tendo em vista a harmonização das regras vigentes nos diferentes mercados domésticos.

O presente capítulo tem como objetivo tratar o Acordo de 1988, um marco no processo de harmonização das regras de regulamentação e supervisão. Para isto serão levantadas as justificativas apresentadas para a implementação de tal Acordo, que serão seguidas por uma discussão acerca de sua estrutura, do *Amendment* de 1996 e por fim de suas fragilidades.

3.2 Acordo de 1988 : Antecedentes e Justificativas

Em meados dos oitentas, houve uma demanda por parte dos bancos centrais do G10 ao Comitê da Basileia no sentido de acessarem a comparabilidade das diferentes formas de adequação de capital usadas por países membros e organizarem recomendações de mensuração, além do desenvolvimento de padrões mínimos de adequação de capital⁹³. A origem da preocupação dos bancos centrais era a fragilização dos bancos em função de seu elevado grau de exposição às dívidas dos países menos desenvolvidos, além do crescimento das operações *off-balance* (cartas de crédito, garantias a empréstimos e derivativos), que não eram bem capturadas pelos requerimentos de capital tradicionais, baseadas em ativos explícitos nos balanços.

A exigência de adequação de capital é um dos instrumentos mais utilizados por reguladores, na busca por solvência das instituições e solidez do sistema bancário. A idéia é que estes requerimentos fazem com que os bancos mantenham montantes mínimos de capital, em geral relacionados aos riscos dos ativos que mantêm em carteira. Procura-se garantir que, em caso de falência, existam mais recursos para serem distribuídos entre credores dos bancos, ou seja, o capital atua enquanto colchão amortecedor em casos de crise de insolvência da instituição, gerando assim mais segurança aos depositantes do sistema como um todo. Mais do que colchão amortecedor em situações de crise, a existência deste capital tem a função de amortecer eventuais perdas em função de problemas de pagamento dos devedores, em especial quando se consideram as diferenças entre os *timings* de ativos e passivos de instituições bancárias. Na ausência desta relação mínima entre capital e ativos, em situações de crise as perdas impetradas aos acionistas dos

⁹³ O Comitê da Basileia foi montado em 1974 pelos governadores dos bancos centrais do G10, como Comitê de Regulação Bancária e Práticas de Supervisão, em meio à crise financeira ocasionada pela falências dos bancos do Continental e Bankhaus Hersattat e à crescente internacionalização dos bancos (Moffit, 1984; De Nederlandschebank, 2001). O Comitê, que não assumiria nenhum papel formal de autoridade supervisória internacional, teria como objetivos iniciais a cooperação internacional de forma a cobrir *gaps* da rede de supervisão e a melhora da compreensão e qualidade da supervisão bancária. Tais objetivos seriam acessados a partir de três caminhos básicos : troca de informações entre agentes supervisores, melhoria das técnicas de supervisão de bancos atuantes internacionalmente e por fim estabelecimento de padrões mínimos de supervisão. No primeiro documento publicado, o *Basle Concordat* de 1975, estabelecia-se como princípios centrais do trabalho do Comitê que nenhum banco internacional poderia escapar da supervisão e esta deveria ser adequada. Alguns autores minimizam a importância dos trabalhos em torno do comitê, como os *Concordats* (1975 e 1983) e o princípio de consolidação. Kapstein (1991) argumenta que, ao contrário, estes acordos teriam significado o primeiro momento de um processo de cooperação internacional quanto à regulação bancária.

bancos seriam mais elevadas, esperando-se assim um comportamento menos arriscado (ou mais seguro) destes.

Diante do contexto levantado acima, o Comitê desenvolveu um sistema para mensuração de capital, visando a padronização desta nos países do G-10. No entanto, em um primeiro momento, as negociações internacionais para adoção de uma estrutura comum não foram bem sucedidas⁹⁴.

Segundo Kapstein, dois grupos de questões permeavam as negociações entre bancos centrais e bancos em torno do acordo de convergência. Por um lado, havia conflitos entre os bancos centrais quanto ao que deveria efetivamente ser entendido como capital dos bancos e quanto estes deveriam manter como requerimentos, a despeito da percepção generalizada da fragilização dos níveis de capital dos bancos. Por outro, percebia-se que as diferenças nacionais quanto aos requerimentos mínimos de capital eram usadas como vantagens competitivas por alguns bancos⁹⁵ (1991; p.1).

O Acordo da Basiléia foi concluído em 1988, elaborado pelos governadores dos bancos centrais do G10 no âmbito do Comitê da Basiléia, instituindo a convergência internacional dos mecanismos de adequação de capital. Este novo conjunto de regras deveria ser incorporado ao conjunto de regulamentações vigentes em cada país membro de forma definitiva a partir do final de 1992.⁹⁶ Segundo o Comitê, os objetivos do esforço de

⁹⁴ O fracasso inicial das negociações em torno da padronização dos requerimentos de capital no âmbito do G10 motivou a realização de acordo bilateral entre os EUA e a Inglaterra. Este acordo definiu o conceito de capital para objetivos de regulação e estabeleceu pesos para ativos de balanço e compromissos *off-balance*, sendo que a ponderação de riscos enfatizava a idéia de risco de crédito. Este acordo acabou por abrir caminho para a continuação do desenvolvimento do acordo do Comitê para adequação de capital, que foi anunciado em 1988. (Herring & Litan, 1995; p.108). Em uma leitura mais “politizada” deste processo, Kapstein (1991; p.2) vê este acordo bilateral como uma forma dos EUA colocarem a discussão da adequação de capital na agenda internacional. Tal acordo teria servido para seus propósitos, uma vez que a criação de zonas de exclusão colocaria em situação desvantajosa os bancos internacionais de outros países, o que acabou estimulando os bancos centrais do Japão, França e Alemanha a aceitarem a importância de uma acordo internacional. Sendo assim, o Acordo explicitaria a capacidade norte-americana de dar o tom das políticas de relações internacionais.

⁹⁵ Bancos europeus e norte-americanos teriam sido bastante simpáticos aos esforços de convergência de regras quanto à adequação de capital, uma vez que viam nesta a possibilidade de restringir o crescimento dos bancos japoneses. Estes teriam vantagens competitivas uma vez que a regulação do sistema bancário japonês colocaria restrições menores quanto à adequação de capital. Desta forma, o forte crescimento destes bancos no período anterior poderia ser entendido pela regulamentação japonesa, que permitia a estes a realização de operações com maior nível de alavancagem do que os permitidos aos bancos ocidentais (Herring & Litan, 1995).

⁹⁶ A adequação de capital foi implementada de forma temporária em 1991 e de forma efetiva em 1993.

convergência da regulação seriam dois. Em primeiro lugar, a nova estrutura deveria reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional. Ao lado disto, a nova estrutura de regras deveria ser justa e consistente de forma que sua aplicação a bancos de diferentes países minimizasse desigualdades competitivas entre bancos internacionais⁹⁷ (BCBS, 1988). Em outras palavras, a lógica da nova estrutura seria garantir melhorias na solidez e saúde do sistema através da capitalização suficiente em função do risco de crédito intrínseco às suas carteiras, além de competição saudável. Por um lado, se é possível relacionar níveis de capital e solidez do sistema, uma vez que bancos mais capitalizados têm maior disponibilidade de recursos para absorver perdas não esperadas, a existência de padrões mínimos de capitalização contribui para a estabilidade do sistema. Por outro, a convergência ou padronização da adequação de capital contribui para melhorias nas condições de competição entre bancos que, a despeito de terem diferentes origens nacionais, operam internacionalmente. Assim, a racionalidade das novas regras seria a **padronização do mínimo** de capitalização saudável.

3.3 Estrutura do Acordo de 1988 : Risco de Crédito e Operações fora de Balanço

O esquema regulamentário proposto pelo Comitê estabeleceu níveis mínimos de capital para bancos atuantes no mercado internacional, que deveriam ser aplicados em base consolidada, isto é, incluindo todas as filiais estrangeiras⁹⁸. O novo esquema seria composto por três elementos : definição de capital, ponderação de riscos por tipos de ativos e introdução dos instrumentos e mecanismos *off-balance sheet*. A adequação do capital deveria ser realizada a partir da definição do capital, composta por três elementos. O primeiro, chamado de Tier 1 (nível 1), seria o capital principal, composto pelo capital dos acionistas somados às reservas abertas (ganhos retidos). O segundo, chamado de Tier 2 (nível 2), seria o capital suplementar, formado pelas reservas não-abertas, reservas para a reavaliação de ativos, provisões para créditos duvidosos, instrumentos híbridos de capital e

⁹⁷ Estas desigualdades competitivas seriam resultado da exigência de diferentes taxas de capital por parte dos agentes reguladores dos países.

⁹⁸ Alguns países, como EUA (bancos e holdings bancárias) e países da União Européia, optaram por estabelecer a adequação de capital para o sistema bancário como um todo. Já os supervisores japoneses passaram a exigir a adequação de capital ponderada pelos riscos somente de bancos com “significativa participação nas atividades bancárias internacionais”, colocando nesta categoria instituições com filiais ou subsidiárias no exterior. (Kapstein, 1991; p.27)

dívidas subordinadas⁹⁹. Foram determinados limites e restrições quanto às proporções entre os montantes dos capitais vinculados aos Tier 1 e Tier 2¹⁰⁰.

A inovação da proposta estava no método de adequação do capital dos bancos, segundo o qual o padrão de capital estaria relacionado a diferentes categorias de ativos ou exposição a operações *off-balance*, tendo em vista os riscos dos ativos e destas operações¹⁰¹. Assim, a necessidade de manutenção de capital pela posse de ativos ou realização de operações fora de balanço seria ponderada pelo risco destes ativos, tendo em vista a possibilidade de não-pagamento, o risco de crédito. As justificativas apresentadas pelo Comitê para a introdução destas ponderações de risco seriam: a base para comparações internacionais entre sistemas bancários com diferentes estruturas seria mais justa; a incorporação da exposição das operações fora de balanço seria facilitada; e por fim os bancos poderiam manter ativos líquidos ou com baixos níveis de risco. (BCBS, 1988; p.8). A idéia central seria que os bancos deveriam manter níveis mínimos de capital para cada um dos instrumentos negociados em seus ativos, fossem eles *on* ou *off-balance*, em função da percepção de risco (de crédito) que os supervisores teriam de cada um destes instrumentos. Isto atuaria como garantia contra insolvência, uma vez que daria maior segurança aos supervisores de que, mesmo em situações adversas, os bancos teriam capacidade de continuar operando.

Além disto, a ponderação de risco foi estabelecida de forma a manter algum espaço de discricionariedade por parte das autoridades nacionais, mesmo que limitada. Foram estabelecidas cinco ponderações de risco a partir de diferentes categorias de ativos, dependentes das características principais do tomador, se soberano, bancário ou empresarial; se membro ou não-membro da OCDE; se governos centrais (bancos centrais) ou instituições privadas e, em alguns casos, em função dos prazos dos ativos, se emissões de curto ou longo prazos. Esta última diferenciação é válida para direitos emitidos por bancos; se o banco for incorporado em país membro da OCDE, a ponderação para todos os

⁹⁹ Na definição do Tier 2 foi deixado espaço para atuação discricionária dos supervisores nacionais. Em novembro de 1991 foi feito um *amendment* de forma a tornar mais precisas as definições das provisões gerais ou contra perdas de empréstimos (BIS, 2000).

¹⁰⁰ O Tier 2 não poderia exceder 100% do Tier 1, entre outros. Uma discussão mais aprofundada e crítica da formação destes elementos de capital é realizada por Hall (1989).

direitos é de 20%; se for incorporado em não-membro, a ponderação é de 20% para direitos de prazos de maturação menores que um ano e 100% para prazos maiores que um ano.

Quadro I Ponderação de Risco por Categoria de Ativos	
0%	▪ Títulos do governo central ou do banco central do país em moeda local ▪ Títulos de governos ou bancos centrais de países da OCDE
0 a 50% ^a	▪ Títulos de instituições do setor público
20%	▪ Títulos de bancos multilaterais de desenvolvimento ▪ Direitos de bancos incorporados na OCDE ▪ Direitos de bancos de fora da OCDE de prazos menores que 1 ano
50%	▪ Empréstimos imobiliários hipotecários
100%	▪ Títulos do setor privado ▪ Títulos de governos fora da OCDE

Fonte : BIS, (BCBS ,1988; p.21)

a) nesta categoria há espaço para atuação discricionária das autoridades locais.

Uma vez aplicados os coeficientes de ponderação de riscos destacados acima, os bancos deveriam manter, no mínimo, uma taxa de capital total igual a 8%.¹⁰² Se o conceito de capital fosse limitado, incluindo somente o capital dos acionistas e as reservas abertas, a taxa de capital deveria ser de 4%.

Dada a crescente importância das operações *off-balance* para os bancos, estas foram incluídas na nova estrutura de adequação de capital. Estas operações não são registradas em balanço, dado que no momento da emissão não são realizadas transações financeiras. No entanto envolvem a possibilidade de pagamentos futuros, sob certas condições estipuladas, em geral contratuais, implicando assim riscos para os bancos. Dada a limitada experiência no acesso aos riscos destas operações, criou-se uma metodologia para conversão do risco de crédito embutido nestas operações. Os diferentes instrumentos e técnicas de operações *off-balance* foram separados em cinco categorias, cada uma sujeita a uma ponderação de risco¹⁰³. Os montantes a serem alvo das ponderações de risco seriam encontrados através da

¹⁰¹ Cabe lembrar que a idéia de ponderação de riscos por tipo de ativo já aparecia no acordo firmado entre Estados Unidos e Inglaterra.

¹⁰² Ativos seguros, como títulos do governo, teriam peso de risco 0. Já empréstimos tradicionais para o setor privado, cuja ponderação de risco de 100%, exigiriam a manutenção de 8% de suporte de capital.

¹⁰³ As autoridades supervisoras de cada país teriam algum raio de manobra para a alocação dos instrumentos e técnicas dentro de cada uma das categorias, tendo em vista características de cada um dos mercados domésticos.

multiplicação dos valores nominais dos contratos (valores do nominal do principal) por fatores de conversão de crédito, que variariam de 100%, para instrumentos que substituem empréstimos tais como garantias e cartas de crédito, a 20% para passivos de curto prazo relacionados a movimentos de bens. (BCBS, 1988; p.12/13)

A ponderação de risco atribuída às diferentes categorias de ativos poderia ser minorada em função da existência de instrumentos de garantia. Estas garantias estariam limitadas às emitidas por governos centrais de países participantes da OCDE, bancos de desenvolvimento multilateral, bancos e corretoras de valores mobiliários constituídos nestes mesmos países e bancos de fora da OCDE, em casos da operação básica a ser garantida apresentar vencimento residual menor que um ano. O uso destas garantias possibilitaria a substituição pura, ou seja, a ponderação de risco do ativo em questão poderia ser substituída pela ponderação do avalista.

3.4 Críticas mais Comuns ao Acordo de 1988

Desde do anúncio do Acordo em 1988, muito tem sido discutido acerca de suas limitações. O primeiro grupo de críticas é composto por argumentos contra o escopo e a própria necessidade das regras colocadas pelo acordo. Hall (1989) critica o próprio escopo das regras estabelecidas pelo Acordo, ou seja a adequação de capital. Segundo este autor, uma análise histórica da maioria das insolvências bancárias mostraria que estas foram causadas muito mais por pânicos financeiros, fraudes ou má administração, do que pela manutenção inadequada de capital. Bondt e Prast (2000) partem de outro prisma, destacando a reação dos bancos à necessidade de se adequarem aos requerimentos colocados pelos supervisores e não os efeitos das regras sobre a estabilidade financeira. Em função das regras colocadas pelas autoridades, em muitas situações, os bancos podem deparar-se com a necessidade de assumirem riscos menores do que gostariam. Uma possível reação é a escolha de projetos com maior nível de riscos. Os requerimentos mínimos de capital podem ser obedecidos através da diminuição do tamanho da carteira de riscos, mas não da exposição ao risco do banco, através da escolha de ativos mais arriscados. Estes autores vão mais além, argumentando que é possível que bancos, na ausência de requerimentos mínimos de adequação de capital, pudessem optar por taxas de

capital maiores do que o mínimo estabelecido, tendo em vista, entre outros fatores, a necessidade de mostrar para o mercado a qualidade de sua carteira. Na verdade, estudo empírico realizado por estes autores mostra que a taxa de capital bancário é afetada por diferentes variáveis, entre as quais metas internas da instituição, requerimentos colocados pelos supervisores e choques externos, que estariam fora de controle dos bancos.

O segundo grupo de críticas pauta-se pela limitação do Acordo no tocante aos riscos atendidos. A fragilidade mais destacada seria considerar apenas o risco de crédito, não levando em contas outros tipos de risco a que as instituições bancárias estariam sujeitas, tais como os riscos de carteira, de mercado, de taxa de juros, de desencontro entre ativos e passivos, de correlação de riscos dos diferentes instrumentos do ativo¹⁰⁴. Nas considerações iniciais do documento de 1988, o Comitê destaca que a adequação de capital tem que ser vista como um dos, não o único, elemento para a avaliação da solidez de um banco. Reconhece, assim, o que viria a ser uma das maiores críticas ao Acordo, qual seja, que o novo arcabouço de regulação possibilitaria somente a avaliação do risco de crédito. Sendo assim, os supervisores dos diferentes países signatários do acordo deveriam preocupar-se também com outros tipos de risco, tais como os de taxa de juros, com a qualidade dos ativos bancários e com os níveis de provisão para créditos duvidosos (BCBS, 1988; p.2). O não tratamento do risco de carteira também aparece na argumentação crítica de Hall (1989). Segundo este autor, a separação dos riscos intrínsecos a cada umas das operações impossibilita uma avaliação real dos riscos embutidos nas operações bancárias. Isto porque, nas atividades bancárias, há uma interdependência dos riscos embutidos nas diferentes operações, não sendo possível simplesmente somá-los e sim considerar sua combinação¹⁰⁵.

O esquema de ponderação de riscos também é alvo de diferentes críticas. Hall acredita que os pesos de risco e os fatores de conversão para as operações *off-balance* não

¹⁰⁴ Dewatripont e Tirole (1993) utilizam a grande variabilidade das taxas de juros para ilustrar as idéias de riscos de carteira e de mercado. Os bancos são vulneráveis aos riscos de taxa de juros, que dependem da duração relativa e do grau de variabilidade de taxas de depósitos e empréstimos. Estes riscos podem ser minimizados pelos bancos através de operações de *hedge*, como *swaps* de juros. No entanto, ao mesmo tempo em que minimizam o risco de variações das taxas de juros, estes instrumentos envolvem o risco de não pagamento da contraparte, ou seja, risco de crédito, o que implicaria necessidade de requerimentos de capital.

necessariamente exprimem seus valores reais, o que poderia resultar em distorções na precificação dos ativos e nas decisões de operações a serem tomadas pelos bancos, podendo afetar até a alocação de recursos nas diferentes economias. A generalização da ponderação de risco por grandes grupos de ativos e a impossibilidade de diferenciação de risco dentro de cada um dos grupos, como a separação entre corporações mais ou menos arriscadas ou o uso de instrumentos de proteção quanto ao risco de crédito, é alvo de críticas (The Economist, 1999). Questiona-se, além disto, se o nível estabelecido para a relação mínima de capital (8%) seria suficiente para garantir a solidez desejada dos balanços bancários. Herring & Litan (1995), afirmam que uma das limitações do Acordo seria a diferenciação da ponderação dos riscos para bônus emitidos por governos dentro (20%) e fora (100%) do âmbito da OCDE, o que desencorajaria bancos a manterem bônus emitidos por governos de fora da OCDE.

Alguns autores viam o Acordo como “... *nada mais dos que uma conspiração de bancos centrais para alocação de recursos, dando aos bancos fortes incentivos (na forma de baixa ponderação de risco) para a compra de papéis do governo*” (Kapstein, 1991; p.24) Um outro grupo de críticas pode ser associado ao momento vivido pelas economias industrializadas no início dos noventa. Alguns críticos associaram o Acordo à diminuição do crescimento e recessão verificados após a implementação deste. Isto porque o peso mais elevado dos riscos associados a bônus emitidos por empresas com relação aos emitidos por governos teria possibilitado uma migração de recursos para estes, restringindo o acesso de empresas ao crédito.

3.5 *Amendment* de 1996 : Introdução do Tratamento do Risco de Mercado

Tendo em vista a discussão acerca das limitações do padrão proposto em 1988, o Comitê propôs regras suplementares de forma a abranger os riscos de mercado, taxa de juros e de contraparte. Na verdade, desde a implementação do Acordo havia discussões em torno da incorporação dos riscos de mercado a este. Estas discussões em torno da inclusão destes riscos refletia a preocupação do Comitê com a exposição dos bancos aos riscos em

¹⁰⁵ O autor utiliza da teoria financeira de portfólios de Tobin para justificar a interdependência dos riscos das operações bancárias. Uma discussão acerca da interdependência dos riscos destas operações foi apresentada no capítulo inicial, dentro da discussão de risco sistêmico.

função de processos e instrumentos desenvolvidos nos mercados financeiros, tais como a desregulamentação das taxas de juros, a diminuição dos controles de capital, a erosão das barreiras entre bancos e não-bancos e o intenso crescimento das operações de derivativos, securities e moedas.

Em 1996 o Comitê finalizou proposta elaborada e técnica de um *Amendment* ao Acordo, que passou a ser implementado no início de 1998. O principal objetivo deste era “... *prover proteção explícita de capital para os riscos de preço aos quais os bancos estão expostos, particularmente os que resultam de suas atividades de negócios (trading activities).*” (BCBS, 1996a; p.1). Sendo assim, o *Amendment* foi estruturado de forma a incorporar os riscos de mercado que resultassem das posições abertas dos bancos quanto a moedas estrangeiras, operações com *securities*, ações, *commodities* e opções (BCBS, 2000)¹⁰⁶. Seriam estabelecidas metas de capital (*capital charges*) para a cobertura destes riscos, que deveriam ser aplicadas sobre a base consolidada do balanço do banco em nível internacional. Assim, de acordo com o *Amendment*, os bancos passariam a manter capital em função não só da exposição ao risco de crédito, como também ao risco de mercado, sendo este definido como “... *risco de perdas de posições dentro e fora do balanço em função de movimentos nos preços de mercado.*” (BCBS, 1996b; p.1).

Estes riscos, alvo dos requerimentos propostos pelos Comitê, foram divididos em dois grupos : i. riscos de taxas de juros e ações; ii. riscos de câmbio e *commodities*. As metas de capital para os primeiros seriam aplicadas ao valor de mercado corrente dos instrumentos e operações registrados nos *trading books* dos bancos, inclusive as operações de derivativos¹⁰⁷. No caso dos segundos, as metas de capital deveriam ser aplicadas para o total das posições do banco nos mercado de moedas estrangeiras e *commodities*, sujeitos a decisões discricionárias por parte dos reguladores no tocante à exclusão de posições estruturais nos mercados de moedas estrangeiras¹⁰⁸. Os requerimentos de capital para as

¹⁰⁶ Esta proposta resultou de amplas discussões, não só entre os participantes do Comitê, como também com agentes do mercado. Já em abril de 1993 foi publicada uma proposta, que foi revisada após período consultivo, ao longo do qual diferentes agentes poderiam realizar comentários e sugestões.

¹⁰⁷ O *trading book* é parte do balanço que inclui todas as posições próprias dos bancos em instrumentos financeiros que são mantidos no curto prazo para negociação, visando ganhos em função de diferenças, correntes ou esperadas, dos preços de compra e venda. (BIS, 1996b)

¹⁰⁸ Esperava-se que estas posições fossem reportadas e avaliadas pelo valor de mercado, aceitando-se, em algumas situações, reportagem e avaliação pelos valores do balanço.

dívidas e *securities* mantidas no *trading book* dos bancos, deveriam substituir os requerimentos em função do risco de crédito.

De acordo com o *Amendement* a mensuração dos riscos poderia ser realizada através de dois tipos distintos de metodologia: esquema padronizado e modelos próprios e internos de mensuração de risco, em geral *value-at-risk models*. A possibilidade de utilização de modelos internos de mensuração de risco foi uma das inovações colocadas pelo *Amendment*, resultando do amplo processo de discussão em torno desta proposta junto aos agentes do mercado. Isto porque não constava da proposta original, que deu origem ao período consultivo (alguns meses de 1993 e 1995)¹⁰⁹. A justificativa dada pelo Comitê para a inclusão destes modelos de mensuração de risco foi a necessidade de estimular práticas administrativas e de minimizar a criação de incentivos perversos. A aceitação e o estímulo dos reguladores ao uso de modelos internos de mensuração de riscos marcou o primeiro momento de uma nova postura destes com relação ao controle interno de riscos. Na verdade, esta inovação pode ser entendida dentro de uma estratégia mais geral e duradoura dos agentes reguladores, no sentido de estimular os bancos a se posicionarem diante dos riscos assumidos e não de imposição de limites e restrições ao comportamento destes.

“Isto encorajou bancos ao uso de métodos sofisticados e efetivos de mensuração e administração dos riscos dos trading books, Este esquema orientado pelo mercado representou uma mudança sem precedentes na prática da supervisão e abriu caminho para novas propostas para determinação de outros riscos relacionados às operações de crédito (BNL, 2001; p.50)”.

A lógica do esquema padronizado seria distinta para os dois grupos de instrumentos especificados pelo Comitê. Os riscos oriundos de posições de *securities* e ações deveriam ser mensurados a partir da lógica do “*building-block*”, segundo a qual os riscos gerais e específicos são calculados de forma separada. Já para a mensuração dos riscos de preço de

¹⁰⁹ Entre as principais críticas colocadas ao Comitê no primeiro período consultivo (1993), destacam-se a não incorporação e estímulo das técnicas e modelos de administração de risco desenvolvidos pelo mercado. Isto posto, a grande contribuição ao formato final do *Amendement* das discussões deste primeiro período foi a inclusão dos modelos internos como alternativa para a mensuração dos riscos de mercado. Para maiores detalhes acerca deste processo de consulta do Comitê junto ao mercado, ver Hall (1995, p.290-97). No segundo período consultivo (1995) a maior parte dos comentários e sugestões dos agentes de mercado e acadêmicos relacionava-se aos padrões quantitativos a que bancos que optassem pelo uso de modelos internos de mensuração de riscos e os *capital charges* estariam sujeitos devido a esta mensuração. Para maiores detalhes acerca da discussão realizada neste período ver Hall (1996) e BIS (1996a)

opções, instrumentos com diferentes níveis de sofisticação, os supervisores poderiam escolher o método em função do engajamento dos bancos nestes tipos de operações. Assim, quanto mais engajado, mais sofisticado o método de mensuração deste risco a que o banco estaria sujeito.

A utilização de modelos internos de avaliação de riscos foi condicionada à aprovação da autoridade supervisora doméstica e sujeita a uma série de condicionantes¹¹⁰. Estes serviriam, segundo o Comitê, “... *para garantir um nível mínimo de prudência, transparência e consistência dos requerimentos de capital* ...” (BCBS, 1996a ; p.1). Na avaliação do Comitê, em geral, os modelos próprios de avaliação de riscos preocupam-se com a exposição geral do banco aos riscos, não considerando os riscos específicos¹¹¹. Assim, os bancos que optassem pelo uso destes modelos estariam sujeitos a *capital charges* em função de riscos específicos não capturados por seus modelos. Em se tratando de posições de dívidas e ações, haveria um piso para as *capital charges* resultantes de riscos específicos, não podendo ser estas menores do que a metade do que seria se a mensuração dos riscos fosse feita através do esquema padronizado. O uso de uma composição de métodos, padronizado e próprio, era aceito pelo Comitê, desde que de forma transitória. No entanto, uma vez que o banco tivesse optado pelo uso de modelo interno para um ou mais fatores de risco, não seria permitida a reversão para o modelo padronizado.

Assim posto, uma vez mensurado o risco de mercado ao qual o banco estaria exposto, seja através do modelo padrão ou modelos próprios, este estaria sujeito aos requerimentos de capital, ou seja, à manutenção de capital para garantir a cobertura dos riscos, não só de crédito, como também de mercado. Da mesma forma que no Acordo de

¹¹⁰ Após uma série de testes feitos junto à indústria Bancária ao longo do segundo semestre de 1994, o Comitê elegeu um grupo de condicionantes necessários para que o regulador doméstico aceitasse o uso dos modelos internos de mensuração de risco. Estes condicionantes seriam : i. critérios gerais com relação à adequação do sistema de administração de risco; ii. Padrões qualitativos quanto ao uso dos modelos, em especial pela administração; iii. Linhas gerais para especificação de grupo apropriado de fatores de risco de mercado e para realização de testes; iv) padrões quantitativos para parâmetros estatísticos mínimos comuns para mensuração do risco; v) procedimentos para averiguação externa do uso dos modelos; e por fim vi) regras para bancos que desejassem misturar procedimento padrão e modelos internos (BIS, 1996b; p.4/5). Para uma discussão mais aprofundada dos diferentes condicionantes, ver Hall (1995; p.292/295)

¹¹¹ Esta consideração do Comitê foi questionada por vários agentes do mercado ao longo do período consultivo (1995), que afirmavam que os modelos internos teriam capacidade de captar alguns riscos específicos. No entanto, segundo o Comitê, elementos de risco específico, tais como de default, não seriam capturados (BIS, 1996a).

1988, estes riscos deveriam ser cobertos pelo capital principal (Tier 1) e pelo suplementar (Tier 2). A inovação trazida pelo *Amendment* foi a possibilidade de inclusão de dívidas subordinadas de curto prazo como grupo de capital (Tier 3), desde que autorizada pelos reguladores locais, mas somente para fazer frente a uma parcela do capital requerido, restrito à necessidade de cobertura dos riscos de mercado e sujeito a limitações e restrições¹¹². Para que a dívida subordinada pudesse ser utilizada para cobertura dos riscos de mercado, foram estabelecidas condições mínimas pelo Comitê. Isto como forma de garantir que, em caso de necessidade, esta dívida pudesse tornar-se parte do capital do banco e assim possibilitar a absorção de perdas no caso de insolvência. Assim, a dívida subordinada de curto prazo deveria ser, no mínimo : i) não-segurada, subordinada e totalmente pagável; ii) com maturidade original mínima de 2 anos; iii) não pagável antes da data acordada, a menos que o regulador concordasse; iv) sujeita à cláusula *lock in*, ou seja, que as taxas de juros ou o principal não pudessem ser pagos, mesmo no vencimento, se estes pagamentos implicassem a queda dos níveis de capital do banco abaixo do mínimo requerido (BCBS, 1996b; p.8).

A partir da adequação ao *Amendment*, os bancos viram-se diante da necessidade de alterar o método de cálculo do capital a ser mantido, de forma a acomodar os riscos de mercado. O Comitê criou uma forma de garantir a consistência do cálculo dos requerimentos de capital em função dos riscos de crédito e mercado, dadas as diferenças de natureza e formas de cálculo destes. As metas de capital para os riscos de crédito são calculados a partir da ponderação de risco dos ativos, enquanto as metas para os riscos de mercado são calculadas diretamente com base nos sistemas de mensuração de risco, sejam eles o padronizado ou os modelos internos. Assim, as metas de capital para os riscos de crédito deveriam ser somados a 12,5 vezes os *capital charges* para risco de mercado (chegando-se ao valor nocional destes), sendo o resultado desta operação dividido pelo capital do banco (Tiers 1, 2 e 3, dentro dos limites especificados), de forma chegar-se à taxa

¹¹² O Tier 3 seria limitado a 250% do Tier 1 destinado à cobertura dos riscos de mercado. O Tier 2 poderia ser substituído pelo Tier 3 respeitando-se o mesmo limite de 250%, desde que as restrições do Acordo de 1988 fossem respeitadas, ou seja, Tier 2 exceda o Tier 1 e que a dívida subordinada de longo prazo não seja superior a 50% do Tier 1. Coube aos agentes reguladores domésticos a decisão quanto a inclusão ou não da regra proposta por alguns países de que o somatório dos Tier 2 e Tier 3 não poderia exceder o Tier 1, assim como o uso de dívida subordinada para bancos individuais ou para o sistema bancário como um todo (BIS, 1996b; p.7).

de capital deste. Estes requerimentos de capital deveriam ser mantidos sob base contínua, ao final de cada dia, além de esperar-se que os bancos não assumissem posições excessivamente arriscadas ao longo do dia.

3.6 Resultados : Contribuições e Fragilidades do Acordo de 1988

Acredita-se ser interessante apresentar os resultados de um balanço dos impactos do Acordo da Basiléia sobre o comportamento bancário. Este balanço foi publicado pelo Comitê em 1999, a partir da compilação de uma série de trabalhos realizados por acadêmicos e no âmbito de bancos centrais e agências de supervisão do G10¹¹³ (BCBS, 1999a). Convém destacar que as questões discutidas aqui colocar-se-ão como base para as justificativas apresentadas para a elaboração de um Novo Acordo.

Este documento partiu de duas indagações principais. Primeiro, se a adoção do Acordo efetivamente estimulou os bancos a trabalharem com taxas de capital mais elevadas do que fariam na ausência deste; uma vez comprovada esta idéia, se isto foi obtido através de aumento do capital ou redução dos empréstimos. E por fim, se a adoção do acordo limitou o comportamento de risco dos bancos relativos ao capital, conforme desejado, ou se estas instituições elevaram os riscos de seus ativos dentro da mesma banda de ponderação de riscos ou através de arbitragens de capital. Os resultados estão apresentados abaixo e, de alguma forma, respondem a diferentes críticas ao Acordo.

- a) Após a introdução de requerimentos mínimos de capital fixos observou-se um aumento das taxas de capital dos bancos em diferentes países ¹¹⁴. Este aumento pode ser efeito do Acordo, assim como do aumento da disciplina do mercado.
- b) O ajuste da relação capital/ativos tem sido realizado tanto pelo aumento do capital, quanto pela redução de ativos com maior ponderação de risco. O tipo de ajuste adotado depende da fase do ciclo de negócios e da situação financeira do banco, sendo a escolha pautada pela eficiência em termos de custos.

¹¹³ Este documento partiu da análise de dados disponíveis de taxas de capital e de mais de 130 trabalhos acadêmicos.

¹¹⁴ A taxa média da taxa de capital / ativo ponderada pelo risco em grandes bancos do G10 cresceu de 9,3% em 1988 para 11,2% em 1996. (BIS, 1999a, p.2)

- c) Alguns autores acreditam que a aplicação dos requerimentos de capital de forma uniforme a amplas classes de ativos possa induzir bancos a realizarem substituições em direção a ativos mais arriscados, e em geral mais rentáveis. Mas a dificuldade de se avaliar os riscos com os dados disponíveis torna esta questão inconclusa.
- d) A criação de inovações tem capacitado os bancos a realizarem arbitragens entre o capital que estes gostariam de manter como seguro para empréstimos, em especial os de primeira linha, e o capital que estes efetivamente têm que manter em função do Acordo. Uma das técnicas de arbitragem mais utilizadas é a securitização, que tem crescido de forma substancial, também em função de outros fatores.
- e) Em alguns momentos pode ser que a manutenção dos requerimentos mínimos de capital leve a movimentos de cortes nos empréstimos, o que afeta de forma negativa a economia como um todo, dada a importância dos bancos no mercado de crédito, em especial para pequenos empreendimentos. No entanto, segundo o Comitê, os efeitos dos requerimentos sobre o nível de produção não se limitam a este. A diminuição do risco de quebra de bancos teria impactos positivos sobre a economia real.

Os efeitos da introdução de requerimentos mínimos de capital sobre a competitividade dos bancos são de difícil mensuração, uma vez que a competitividade resulta de uma ampla gama de variáveis, entre as quais encontra-se a regulamentação. Ao lado destes efeitos discute-se a capacidade do Acordo de nivelar as condições em que os diferentes bancos competem. Não existem nos trabalhos pesquisados evidências conclusivas sobre tais efeitos.

Segundo o discutido balanço apresentado pelo Comitê, tendo em vista os objetivos declarados deste, quais sejam, a nova estrutura deveria reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional e ser justa e consistente de forma que sua aplicação a bancos de diferentes países minimizasse desigualdades competitivas entre bancos internacionais, é possível afirmar que o Acordo foi razoavelmente bem sucedido. Representou um marco no movimento de harmonização de regras de regulamentação e supervisão a que estão sujeitos os bancos, em especial os que atuam internacionalmente. Contribuiu para o aumento da solidez e saúde dos sistemas bancários, sendo adotado em mais de 100 países.

Apesar do reconhecimento dos avanços trazidos pela implementação do Acordo de 1988, diferentes participantes dos sistemas financeiros, em especial agências reguladoras/supervisoras, mostravam-se preocupados e insatisfeitos com a efetividade do modelo de adequação de capital colocado.

Os requerimentos de capital calculados a partir de ponderações fixas tornaram-se cada vez mais conflituosos com o crescente grau de sofisticação dos modelos internos para avaliação de riscos, desenvolvidos em especial pelos grandes bancos que operam em nível internacional. Do ponto de vista dos administradores de risco dos bancos, a adequação de capital imposta pela regulamentação não necessariamente refletia a capacidade destes de absorver perdas não esperadas, além de nem sempre serem estas ponderações fixas bons indicadores dos riscos assumidos, em especial ao não considerarem riscos importantes como de taxas de juros ou operacionais (Jones & Mingo, 1998). A existência de dois balanços tornou-se prática usual de grandes bancos, sendo um para o cálculo dos requerimentos mínimos e outro para dar subsídios para a administração de riscos (Meyer, 2001b).

Entre os vieses e distorções relacionados ao esquema de ponderações fixas de riscos apontado pelo Acordo de 1988 a serem aqui discutidos, destacam-se a generalização de operações de arbitragem, a diminuição da participação dos créditos de primeira linha nas carteiras dos bancos e o estímulo a empréstimos de curto prazo para países fora da OCDE.

O crescimento de operações de arbitragem de capital tem sido apontado como importante limitação do sistema de ponderação fixa de risco para classes de ativos. Isto porque as instituições financeiras sentir-se-iam estimuladas a mudar a composição de seus balanços, migrando para ativos que possibilitassem a diminuição dos montantes mínimos de capital a serem mantidos, sem uma proporcional atenuação dos riscos assumidos. Assim, a arbitragem de capital seria o conjunto de estratégias adotadas pelos bancos, entre as quais a securitização de ativos e outras inovações, no sentido de reduzir os requerimentos de capital sem uma diminuição proporcional na exposição aos riscos (Meyer, 2001b, Jones, 1999)¹¹⁵. A lógica destas estratégias seria explorar as divergências entre a ponderação de riscos estipulada pelo Acordo e a mensuração que os bancos fazem dos riscos de suas carteiras. Entre as

¹¹⁵ Jones (1999) apresenta um levantamento das principais tipos de operações de arbitragem realizadas pelos bancos.

principais motivações de tais estratégias estariam melhorias nas condições de competitividade, diminuições de custos dos fundos e aumentos da rentabilidade.

Os efeitos destes movimentos de arbitragem sobre a eficácia do Acordo original têm sido amplamente discutidos por agentes reguladores, o que pode ser constatado a partir das seguintes passagens¹¹⁶,

“É possível afirmar que os agentes supervisores sentiram-se motivados a modelarem um Novo Acordo pela erosão das regras do Acordo Original em função da arbitragem de capital (Meyer, 2001b; p.1)”.

“Dada a disseminação da arbitragem de capital e de inovações financeiras, o Acordo atual deve logo tornar-se inoperante. Ao menos para os maiores e mais sofisticados bancos, parece claro que os reguladores devem começar a desenvolver uma próxima geração de padrão de capital, antes que a estrutura atual fique completamente fora de moda (Jones & Mingo, 1998; p.53)”.

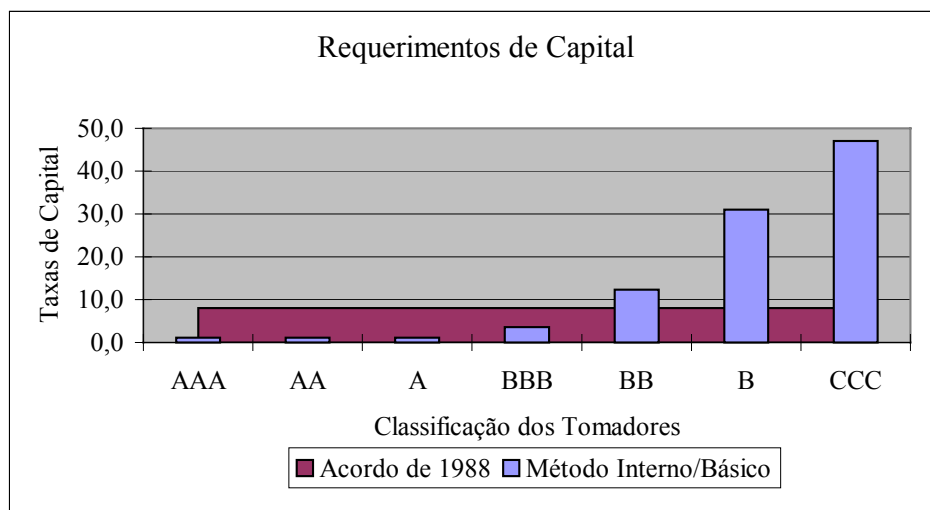
“Com a proliferação de técnicas de arbitragem, os grandes bancos rotineiramente mantêm requerimentos de capital efetivos em função de algumas carteiras que são bem menores do que o padrão estipulado pelo Acordo de 8%, erodindo assim o padrão de capital efetivo (Jones, 1999; p.103) (grifos originais)”.

A possível reação de agentes reguladores no sentido de restringir a realização de operações de arbitragem é vista como inócua por alguns dos autores analisados, dado que novas inovações seriam estimuladas e as regras mais uma vez atenuadas (Jones & Mingo, 1998; Jones, 1999; Mingo, 1999). É interessante perceber que as operações de arbitragem são vistas como naturais e até saudáveis por estes autores, em função dos possíveis benefícios econômicos que podem ocasionar.

Neste mesmo sentido, a diminuição da participação dos empréstimos de primeira linha na carteira dos bancos, em especial os internacionalmente ativos, e os consequentes incentivos à manutenção de empréstimos de menor qualidade são apontados como outro viés do esquema de cálculo dos requerimentos a partir do Acordo em vigência. Isto porque haveria uma discrepância entre o volume de capital que os bancos desejariam manter diante da relação risco/rentabilidade de empréstimos de primeira linha e os requerimentos

¹¹⁶ Convém lembrar que Laurence Meyer é membro do conselho de governadores do FED, um dos bancos centrais do Grupo dos 10 e portanto participante do Comitê. David Jones e John Mingo são consultores deste mesmo conselho.

mínimos de capital exigidos (Griffith-Jones & Spratt, 2001). Este argumento pode ser comprovado a partir de exercício realizado pelo Banco da Inglaterra (Jackson, 2001), cujos resultados estão apresentados no gráfico abaixo. Comparando-se o capital a ser mantido em função dos requerimentos exigidos pelo Acordo (8%) com o resultante da aplicação de modelo interno de avaliação de risco (básico), percebeu-se que para tomadores de primeira linha (AAA a BBB), os requerimentos de capital exigidos são muito mais elevados do que os bancos desejariam manter em função de seus cálculos de exposição ao risco. Sendo assim, os bancos sentir-se-iam pouco estimulados a conceder recursos para este tipo de tomador.



Fonte : Jackson, P., Bank of England Quartely Bulletin, Spring 2001, p.56

No tocante aos países em desenvolvimento dois tipos de distorções resultantes dos esquemas de ponderações de riscos podem ser destacados. Em primeiro lugar estes países, pensados aqui da perspectiva dos não-participantes da OCDE, seriam afetados pelo esquema de ponderações de risco do Acordo em função da diferenciação entre membros/não-membros da OCDE, distinção esta que seria “...tosca, injusta...” (Griffith-Jones & Spratt, 2001; p.1). Formou-se uma linha divisória dentro de grupos de países com perfil de risco não muito diferentes, tendo como divisor de águas a participação ou não da OCDE, ao privilegiar a manutenção de títulos e papéis soberanos emitidos por países da OCDE em detrimento dos emitidos por países não participantes. Assim, papéis soberanos mexicanos teriam ponderação de 0%, enquanto os brasileiros teriam 100%. O segundo tipo

de distorções, certamente mais graves, está relacionado ao prazo dos empréstimos aos países em desenvolvimento. Ponderações de risco mais baixas (20%) para empréstimos de curto prazo para economias em desenvolvimento estimularam estes em detrimento de empréstimos de prazos mais longos, sujeitos a requerimentos de capital mais elevados (100%) (Griffith-Jones & Spratt, 2001). O papel central do elevado estoque de dívida externa de curto prazo na crise asiática é utilizado para comprovar tal argumento. O processo de forte reversão do fluxo de empréstimos para estes países no período da crise seria elucidativo dos dois tipos de distorções apresentados acima. Se por um lado, alguns destes países fazem parte da OCDE, estando seus títulos sujeitos a manutenção de menor volume de capitais, por outro, no período da crise, a elevada concentração de empréstimos de curto prazo possibilitou uma reversão mais intensa, agravando a situação de crise observada.

3.7 Fragilidades do Acordo e Modelos Internos de Avaliação de Risco de Crédito

Diante da percepção das limitações da efetividade do esquema proposto pelo Acordo de 1988, acirraram-se as discussões em torno da necessidade de revisão ou mesmo substituição deste. A posição central e as deficiências apresentadas pelo sistema vigente de ponderações fixas de riscos por classes de ativos colocaram este na linha de frente da artilharia. A apontada necessidade de flexibilização das regras colocou no cerne das discussões o uso de modelos internos de avaliação do risco de crédito das carteiras dos bancos como parte integrante dos sistemas de regras para o cálculo e implementação de requerimentos mínimos de capital¹¹⁷. Assim, o delineamento do caminho a ser trilhado para a resolução das limitações detectadas no Acordo foi se explicitando no sentido de modelos internos de avaliação de risco. Isto pode ser comprovado a partir da pauta de discussões de Conferências realizadas no âmbito de importantes agências reguladoras ao longo de 1998¹¹⁸. Para o dirigente do BCBS e presidente do FED/NY, McDounough, “... o

¹¹⁷ O uso destes modelos já havia sido introduzido no Acordo com o *Amendment* de 1996 para os riscos de mercado.

¹¹⁸ No primeiro semestre de 1998, no rescaldo da crise asiática, o Federal Reserve de Nova Iorque em conjunto com o Banco da Inglaterra, o Banco do Japão e Sistema da Reserva Federal, organizaram uma conferência para discutir a regulamentação do século XXI (Financial Services at the Crossroad : Capital Regulation in the XXI Century). A discussão dos modelos internos para avaliação de risco, em especial de crédito, esteve presente em muitos dos trabalhos então apresentados, o mesmo ocorrendo em Conferência

desenvolvimento da modelagem do risco de crédito deve ser o catalizador para a maior revisão da teoria e prática da administração do risco de crédito nos próximos anos.” (Jackson et al, 1999; p.94) . Isto posto, ou seja, a observada importância assumida por estes modelos na discussão acerca da revisão/substituição do Acordo de 1988, decidiu-se por apresentar, mesmo que em linhas gerais, o atual o estado das artes destes modelos.

O importante desenvolvimento dos modelos internos de avaliação de riscos (MIAR) observado no período recente tem refletido a preocupação dos bancos em entender melhor a estrutura de riscos de suas carteiras¹¹⁹. Esta estrutura tem se mostrado cada vez mais complexa, seja em função do leque cada vez mais amplo de instrumentos financeiros a que estas tem acesso - resultado de inovações, desregulamentação e maior integração intra e entre mercados financeiros -, seja em função do crescente nível de instabilidade do ambiente no qual estas atuam. Dois níveis de preocupação por parte dos administradores dos bancos têm estimulado o desenvolvimento destes modelos: a probabilidade da ocorrência de grandes perdas e, no caso destas se efetivarem, o tamanho das perdas resultantes (Wilson, 1998; Hirtle, 1998).

No caso de avaliações do risco de crédito, estes modelos são utilizados pelos bancos para a modelagem de seus sistemas de alocação de capital, sendo este composto pela política de reservas contra perdas esperadas e pelo capital econômico. Os modelos são utilizados para a construção de estimativas da função de densidade de distribuição para perdas em função do risco de crédito. Estas estimativas servem de base para os bancos decidirem o capital econômico para o risco de crédito, ou seja, o volume de capital a ser mantido em função do nível de exposição a este risco, assim como para as reservas a serem mantidas em função das perdas esperadas. As perdas de crédito esperadas devem ser cobertas pela política de reservas, enquanto as perdas de crédito incertas - o risco de crédito - devem ser cobertas pelo capital econômico. Uma carteira arriscada significa que há probabilidade significativa de que

realizada pelo Banco da Inglaterra e Autoridade de Serviços Financeiros (FSA) (Credit Risk Modeling and Regulatory Implications), em conjunto com FED NY, FED e Banco do Japão. A colocação destes na pauta de discussão de agentes de mercado e reguladores/supervisores é uma evidência da importância assumida, o que será explicitado na proposta de novo esquema de regulamentação colocado em discussão pelo Comitê em 1999, embrião da proposta de Novo Acordo de 2001.

¹¹⁹ Ao longo dos anos noventa observou-se grande evolução de modelos para avaliação de riscos de mercado. Nos últimos anos daquela década, observou-se o desenvolvimento da modelagem dos riscos de crédito das

as perdas realizadas sejam bem mais elevadas do que as perdas esperadas, o que deve implicar a manutenção de um volume maior de capital econômico. Desta forma, o capital econômico para o risco crédito é “... o capital econômico adicional que deve ser mantido em função de determinada carteira, acima e ao lado do nível das reservas de crédito, de forma a cobrir as perdas de capital não esperadas” (Wilson, 1998; p.72). Considerando-se que seria anti-econômica a manutenção de capital para todas as perdas em potencial, a maior parte, mas não todas as operações da carteira devem ser cobertas pelo capital econômico ou pela política de reservas.

Na construção das estimativas de perdas de crédito, os bancos costumam empregar dois tipos de métodos, chamados de *top-down* ou *bottom-top*. As estimativas de risco de crédito de consumidores ou pequenos negócios, que em geral podem ser tratadas como operações homogêneas, costumam ser realizadas através do método *top-down*. A base para as estimativas de perdas de crédito é a taxa histórica destas perdas, sendo a principal limitação desta a pouca sensibilidade a variações na composição das carteiras, até porque os empréstimos são tratados de forma homogênea. Os riscos de crédito de tomadores médios e grandes costumam ser estimados através do método *bottom-top*, através do qual a avaliação de cada um dos tomadores possibilita a quantificação dos riscos de cada um dos empréstimos. As perdas dos empréstimos individuais são estimadas em função de classificações de crédito internas e de colaterais negociados em contrato¹²⁰. O risco de crédito da carteira como um todo é encontrado através da agregação dos riscos dos empréstimos individuais (Jones & Mingo, 1998; Jackson et al, 1999).

Uma das questões centrais destes modelos é a definição das perdas de crédito ao longo do horizonte planejado ou escolhido, ou seja, o período ao longo do qual estas perdas são medidas. Assim os modelos são construídos para estimar as perdas a partir de dois tipos de paradigmas. No primeiro e mais simples, o modo-falência/quebra de contrato (*default-mode paradigm*), existem dois estados possíveis de perdas ao longo do horizonte planejado,

carteiras de empréstimo dos bancos. Jackson et al (1999) e Croutry (1999) apresentam os principais tipos de modelo disponíveis publicamente (1999; p.98).

¹²⁰ Estudo sobre o realismo de classificações de risco de crédito realizado por especialistas do Banco da Inglaterra mostra que modelos que usam diferentes variáveis (*multivariate models*) diferenciando tomadores por região e setor industrial, e levando em conta o ciclo de negócios, resumem melhor os padrões de mudança

em *default* ou em não-*default*. O segundo, conhecido como *mark-to-market paradigm*, estima-se um espectro maior de perdas resultantes de alterações no valor dos empréstimos em função da deterioração do crédito. Assim, aceita-se que o valor de um empréstimo pode declinar ao longo do horizonte de tempo mesmo que não entre em *default* formalmente (Jones & Mingo, 1999). O horizonte em geral escolhido é de 1 ano, o que pode mostrar-se adequado para alguns contratos, mas muito curto para outros.

3.8 Considerações Finais

Uma avaliação do Acordo de 1988 deve ter como ponto de partida os objetivos explicitados pelo Comitê para a implementação do esforço de convergência das taxas de capital mínimo requeridas das instituições bancárias. Estes foram: reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional e garantir uma estrutura de regras justa e consistente de forma que sua aplicação a bancos de diferentes países minimizasse desigualdades competitivas entre bancos internacionais.

A discussão realizada no capítulo terceiro acerca de diferentes períodos de exacerbação da instabilidade financeira ao longo dos 90s dá-nos elementos para tecer comentários acerca do primeiro objetivo, tendo em vista dois processos específicos: a crise asiática e a operação de resgate que o FEDNY organizou diante da iminência da falência do LTCM. Apesar de terem aderido ao Acordo, países do sudeste asiático não se viram alijados de um forte movimento de fragilização de seus sistemas financeiros quando da crise cambial que viveram no segundo semestre de 1997. Na verdade, pode-se afirmar até que regras do Acordo, como a ponderação menor de riscos para ativos de prazos mais curtos, acabaram por exacerbar a crise financeira daqueles países, uma vez que haviam estimulado a realização de contratos de prazos mais curtos. O Acordo de 1988 não impossibilitou a elevada exposição do risco de bancos credores do LTCM quando da falência deste, o que levou o FEDNY a organizar uma operação de salvamento importante, diante do temor de uma crise bancária de grandes proporções.

do que o uso de simples estimativas baseadas em médias históricas (Jackson et al, 1999). Neste sentido os modelos *top-down* mostrariam-se mais ajustados dos que os *bottom-top*.

No tocante ao segundo objetivo explicitado pelo Comitê, de diminuição das desigualdades competitivas entre bancos internacionais, é possível afirmar que o Acordo foi bem sucedido, uma vez que houve uma importante disseminação das regras mínimas de adequação de capital, sendo estas adotadas por mais de cem países.

As críticas destacadas ao longo do capítulo apontam para a necessidade de mudanças no arcabouço de regras presentes no Acordo de 1988. No cerne das críticas encontra-se a padronização de regras, o que sugere a importância de flexibilização. A idéia colocada é que a padronização de regras possibilitaria a construção de operações de arbitragem, nas quais os agentes utilizam-se das regras para buscar lucros através de inovações. A lógica por trás deste argumento é que, diante de regras que imponham aos agentes posturas distintas de suas práticas de mercado, estes sentir-se-ão estimulados a inovar de forma a atenuá-las, senão burlá-las. Desta forma, a flexibilização levaria a uma aproximação das regras às práticas exercidas pelo mercado.

Foi-se explicitando que a melhor forma de garantir esta aproximação das regras às práticas de mercado seria a generalização do uso dos modelos internos de avaliação de risco. Não se pode deixar de procurar entender a quem interessaria tal sentido de mudanças. Às autoridades reguladoras? Lembrando que cabe a estas autoridades zelar pela saúde e solidez do sistema, a resposta não é unidirecional. Por um lado, o recorrente problema da atenção a ser despendida com as inovações que procuram burlar as regras poderia ser amenizado. Por outro, estas veriam seu papel se restringir às análise e supervisão dos processos privados de avaliação de riscos e adequação de capital. Às instituições financeiras ? Mais uma vez a resposta não é única. As maiores beneficiárias seriam as grandes instituições que operam em nível internacional e que têm capacidade para desenvolver modelos internos de avaliação de risco, que se veriam diante da possibilidade de diminuição de suas taxas de capital. No entanto, as pequenas instituições, que operam em nível doméstico, não seriam beneficiadas da mesma forma, dado o custo de desenvolvimento e implementação destes modelos.

Há que se destacar que as demandas por mudanças do Acordo no sentido de flexibilização, aproximação das práticas do mercado através da disseminação do uso de modelos internos de avaliação de risco acabaram por dar o teor das regras expostas pela

Proposta do Novo Acordo, cujo primeiro documento foi publicado em 1999 e a proposta efetiva em 2001.

Capítulo 4 - A Proposta do Novo Acordo da Basileia

4.1 Introdução : Justificativas

Os mercados financeiros passaram por várias transformações desde a publicação e implementação do Acordo de 1988, seja no tocante ao formato de atuação das instituições bancárias e financeiras, com o desenvolvimento de métodos de avaliação e administração dos riscos, seja à organização e funcionamento dos mercados. Propondo-se a incorporar as resultantes mudanças na estrutura de riscos e tendo em vista as fragilidades do sistema vigente, o Comitê publicou em 1999 proposta de uma nova estrutura de adequação de Capital, tendo como intuito a substituição do Acordo Original ¹²¹. Após período de comentários, o Comitê publicou uma nova versão em janeiro de 2001, Novo Acordo de Capital da Basileia, sendo esta a base principal para a análise proposta no presente trabalho¹²². Ao justificar a necessidade da reformulação do Acordo, o Comitê destacou algumas limitações inerentes a este¹²³ (BCBS, 2001a; BCBS, 2001c). É possível perceber que as justificativas apresentadas vão de encontro às críticas levantadas por agentes participantes dos sistemas financeiros, conforme destacado no capítulo anterior.

Em primeiro lugar as ponderações de risco exigidas pelo Acordo não estimulavam ou mesmo reconheciam o desenvolvimento de métodos de avaliação internos. Segundo, as ponderações fixas de risco por classe de ativos estimulava a realização de operações de arbitragem de capital. E por fim, a terceira justificativa apresentada foi que o Acordo não

¹²¹ O Comitê disponibilizou a proposta em 1999, visando receber comentários de acadêmicos e agentes do mercado. A partir destes comentários uma nova versão foi publicada em janeiro de 2001, ficando aberta para uma nova rodada de comentários até maio do mesmo ano. A partir da inclusão de alguns destes, uma nova versão “completa e totalmente especificada” deverá ser publicada no início de 2002, abrindo um novo período de consulta. A versão final, resultante desta nova fase de discussão, deverá ser disponibilizada ao longo de 2002, estimando-se para 2005 o período de implantação deste Novo Acordo. O tempo entre a publicação e a entrada em vigor é justificado pela necessidade do Novo Acordo ser incorporado à legislação nacional de cada um dos países e da fase de implementação.

¹²² A discussão apresentada para o Pilar 3 foi realizada a partir da versão de janeiro/2001 e do esboço de uma nova versão para este ponto, publicada em setembro/2001. Esta foi publicada como *Working Paper on Pillar 3 – Market Discipline*, e inclui modificações em função da última rodada de comentários.

admitia a utilização das várias técnicas utilizadas para a mitigação do risco de crédito, tais como as garantias, para o cálculo do capital mínimo. (BCBS, 2001c; BNL, 2001)

Tendo em vista alcançar o objetivo do trabalho, ou seja, discutir as mudanças no formato da regulação bancária a partir dos Acordos da Basileia, no presente capítulo procura-se analisar a proposta de Novo Acordo apresentada pelo Comitê em 2001. Para tal, serão destacados seus três pilares constitutivos: requerimentos mínimos de capital, processo de revisão de supervisão e disciplina de mercado. No tocante ao pilar um, especial atenção será despendida com os métodos de cálculo de adequação de capital, padronizado e modelos internos de avaliação de risco.

4.2 Proposta para Novo Acordo (janeiro de 2001)

Da mesma forma que no Acordo Original, o principal alvo do Novo Acordo são os bancos que operam em nível internacional. No entanto, o Comitê garante que os métodos de adequação de capital sejam passíveis de aplicação em bancos de diferentes tamanhos e sofisticação, acreditando que os aumentos de custos resultantes da maior complexidade destes sejam totalmente compensados pelos maiores benefícios da obtenção de uma estrutura de capital mais adequada aos riscos assumidos (BCBS, 2001d).

A monitoração dos bancos deve ser feita de forma consolidada, isto é, incluindo as filiais estrangeiras. A inovação colocada é que o grupo bancário como um todo deverá ser considerado para a adequação de capital, de forma a garantir que todos os riscos assumidos por estes grupos sejam considerados¹²⁴. No entanto, a despeito desta nova característica, os supervisores são estimulados a garantirem que cada uma das instituições participantes do grupo tenha capital suficiente para garantir seus depositantes (DNB, 2001).

A lógica apresentada pelo Novo Acordo é a de garantir um arcabouço de regras mais amplo e flexível, que se ajuste melhor aos novos produtos financeiros e esteja mais conectado à forma de atuação das instituições financeiras, ou seja, às práticas de mercado, refletindo melhor os riscos assumidos por estas. Ao buscar implementar um arcabouço de

¹²³ Convém destacar que as questões apresentadas como justificativas já haviam sido tratadas no documento **Capital Requirements and Bank Behaviour : The Impact of the Basle Accord**, cujas principais conclusões foram apresentadas no item anterior.

regras mais flexíveis e sensíveis ao comportamento das instituições bancárias, o Novo Acordo procura minimizar os problemas resultantes da padronização imposta por regras mais gerais. Este tipo de problema encontra-se na base de qualquer esforço de criação de regras para um amplo leque de instituições bancárias que operam de formas distintas, seja no tocante a mercados, legislação em vigência, instrumentos negociados ou, em especial, perfil de riscos assumidos. Ou seja, o Novo Acordo procura evitar o problema de generalização de regras de comportamento e o consequente descolamento do movimento real dos agentes em função da criação de regras de harmonização.

No centro da regulamentação proposta pelo Novo Acordo, da mesma forma que no Acordo de 1988, estão as regras de comportamento representadas pelos requerimentos de adequação de capital. A lógica central destes requerimentos é a garantia de um *buffer*, ou seja, um colchão amortecedor, que capacita os bancos a enfrentarem situações adversas, dado que estes atuam em mercados cada vez mais complexos e profundos, marcados por crescente instabilidade. A grande inovação colocada pela proposta do Novo Acordo é o claro movimento de aproximação destas regras de comportamento às práticas adotadas pelo mercado, justificada pela necessidade de maior grau de flexibilidade e realismo. Assim, no cerne da discutida proposta encontra-se o desenvolvimento de um sistema de regras mais sensíveis ao risco, através do reconhecimento e organização de respostas às mudanças sofridas pelos mercados, aceitação e incorporação destas. Esta tendência pode e deve ser entendida a partir do movimento mais geral de liberalização observado nas últimas duas décadas.

Como discutido acima, o cálculo dos requerimentos mínimos de capital a partir da ponderação dos riscos dos diferentes tipos de ativos da carteira da instituição bancária eram a premissa básica do Acordo Original. Na proposta de Novo Acordo, estes requerimentos de capital tornam-se mais complexos e flexíveis e, em especial, mais sensíveis aos riscos assumidos pelas instituições bancárias. Mantêm-se como foco central e mais importante, porém não mais o único. A aplicação destes passa a ser complementada por atuações mais incisivas de autoridades de supervisão e agentes do mercado. Assim, a estrutura do Novo Acordo estaria montada sobre requerimentos mínimos de capital (Pilar 1), processo de

¹²⁴ A consolidação contribuiria no sentido de se evitarem duplas contagens.

revisão de supervisão (Pilar 2) e disciplina de mercado (Pilar 3). A combinação destes elementos consubstanciaria a saúde e solidez do sistema financeiro internacional.

As mudanças propostas para o cálculo do capital mínimo a ser mantido pelos bancos em função da exposição de riscos de sua carteira passam a incluir, não só os riscos de crédito (Acordo Original) e de mercado (*Ammendment*), como também os riscos operacionais. Assim, os requerimentos passam a ser calculados a partir da exposição da instituição bancária aos riscos de crédito, de mercado e operacional. O tratamento dos riscos de crédito foi reformulado, enquanto os riscos de mercado continuaram sendo mensurados a partir dos modelos *value-at-risk*, assim como apresentado no *Ammendment* de 1996.

4.3 Pilar 1 : Requerimentos de Capital

Se o tratamento do risco de crédito não se coloca mais como a única meta do Novo Acordo, assim como no de 1988, é seu elemento mais denso e inovador. Os bancos poderão utilizar-se de três diferentes métodos de cálculo do capital mínimo a ser mantido em função deste risco. Os três métodos convergem no tocante à busca por uma relação mais próxima e eficiente entre o nível de capital mínimo a ser mantido e o perfil de riscos assumido pelo banco. O maior diferencial entre estes é o uso ou não de estimativas de risco internas aos bancos. Assim, a flexibilidade é uma característica fundamental das novas regras propostas, em especial quando comparadas com as rígidas regras colocadas pelo Acordo. Os métodos seriam: esquema padronizado com taxas de ponderação de riscos fixas, semelhante ao do Acordo, porém mais elaborado; esquema básico de avaliação interna de riscos; e por fim esquema avançado de avaliação interna de riscos. Desta forma, nos dois últimos há a combinação de instrumentos de adequação com estimativas de risco dos bancos (DNB, 2001)

4.3.1 Método Padronizado

Nem todo o universo de instituições bancárias tem acesso ou desejo de manter modelos internos de avaliação de risco. Sendo assim, o Comitê optou por manter a possibilidade do uso de um esquema padronizado para o levantamento do capital mínimo a

ser mantido pela instituição em função de sua carteira de ativos¹²⁵. A lógica da organização dos ativos em diferentes categorias ligadas à determinada ponderação de riscos foi mantida, mas procurou-se elaborar regras mais sensíveis aos riscos assumidos pelas instituições. Para isto, a inovação apresentada é a abertura da possibilidade de uso de *ratings* externas para organizar as categorias dos ativos, que continuarão partindo do tipo de tomador, soberano, bancário e corporações (empresarial). No entanto, a ponderação de riscos não será mais realizada de forma uniforme para cada uma das categorias, mas terá como referência a classificação fornecida por uma instituição de avaliação de crédito, conforme pode ser verificado a partir do quadro abaixo. Assim, a ponderação de risco será mais precisa do que a do Acordo vigente, o que pode possibilitar a aproximação dos requerimentos de capital ao perfil de risco adotado pelo banco¹²⁶. Esta inovação procura garantir, então, a combinação de um método simples com a uma avaliação mais próxima à leitura que o mercado faz dos riscos assumidos pelos bancos.

¹²⁵ Segundo Meyer, membro do *Board of Governors* do FED, o esquema padronizado é sobremaneira similar ao do Acordo vigente. Sendo assim, o FED espera que pequenos bancos optem pela sua adoção, o mesmo não ocorrendo com as grandes e complexas organizações bancárias. (Meyer, 2001a)

¹²⁶ O Novo Acordo representa abertura do leque de ponderações. O caso mais elucidativo parece ser o das corporações. No Acordo original, todas estavam sujeitas à mesma ponderação de 100%, independente de país de origem, *performance* ou setor de atuação. Já na proposta atual, um espectro mais amplo de possibilidades é aberto, podendo a ponderação exigida ser de 20% até 150%, com a inclusão de riscos adicionais.

Quadro II Ponderação de Risco a partir do Método Padrão Baseado na Avaliação Externa					
	0%	20%	50%	100%	150%
Novo Acordo					
Soberano	AAA/AA	A	BBB	BB/B/sem avaliação	<B
Bancos I ¹		AAA/AA	A	BBB/B/sem avaliação ⁴	<B
Bancos II ²					
< 3 meses		AAA/BBB/ (as)	BB/B		 3 meses		AAA/AA	A/sem avaliação ⁴	BBB/BB	<BB
Corporações		AAA/AA	A	BBB/BB/ sem avaliação ⁵	<BB
Securitização ³		AAA/AA	A	BBB	BB
Acordo Vigente					
Soberanos	Países da OCDE			Outros países	
Bancos		Países da OCDE		Outros países	
Corporações				Todas as corporações	

Fonte : BCBS, 2001d; DNB, march 2001; Jackson, 2001

Nota Explicativa : as *ratings* utilizadas são da Standard & Poor's; A taxa de capital a ser mantida é resultado desta ponderação. Por exemplo, se a ponderação é de 100%, o banco deve manter uma relação ativo sobre capital de 8% .

1 Opção 1 : ponderação de risco baseada na soberania relevante; corretoras de valores mobiliários estão sujeitas a mesma ponderação que os bancos, desde que sejam reguladas e fiscalizadas como estes; 2 Opção 2: ponderação de risco baseada no banco individual; corretoras de valores mobiliários estão sujeitas a mesma ponderação que os bancos, desde que sejam reguladas e fiscalizadas como estes; 3 < BB e sem avaliação : dedução completa de capital (1250%); 4 Bancos sem avaliação, ou seja, não-classificados pelas agências de classificação de risco aceitas pela autoridade doméstica não poderão estar sujeitas à ponderação de risco menor do que a do país de origem; 5 Empresa não-classificada não pode pedir o risco do país de origem

Como pode ser notado a partir do quadro acima, a proposta do Novo Acordo apresenta uma tipificação dos ativos a receberem ponderação de risco similar a do Acordo Original. No entanto, seja no tocante a países, bancos ou corporações, abre uma gama mais ampla de ponderações de risco possíveis em função da classificação dada pela agência externa. No caso das corporações, se a ponderação de risco do esquema atualmente em vigor é única e de 100%, na nova proposta pode variar entre 20% e 150%, sendo possível, inclusive, que estas apresentem classificação mais elevada do que a de seu país de origem. Abandona-se assim o “piso soberano”. Passivos emitidos por empresas não-classificadas podem receber ponderação de risco menor do que empresas mal classificadas, o que pode estimular corporações mal classificadas a abandonarem suas *ratings*. A resposta dada pelo Comitê a este aparente paradoxo foi de que muitas das empresas emissoras de débitos que se encontram nas carteiras dos bancos não precisam de classificação para a obtenção de fundos,

e que a ponderação de 100% foi estipulada de forma a não elevar sobremaneira os custos de empréstimos a pequenas e médias empresas, ou seja, aquelas com menor acesso às classificações externas. Além disto, pode-se requerer dos reguladores/supervisores análises dos mercados em questão, e até dos bancos individuais, de forma a aceitarem e validarem a situação. O Comitê vai mais longe e espera, inclusive, que todos os agentes participantes do mercado sintam-se estimulados a buscarem classificação (BCBS, 2001d). Os bancos passaram a poder receber ponderações de risco a partir da classificação soberana (opção 1) ou da sua própria classificação (opção 2) , ficando a escolha a critério do regulador/supervisor local¹²⁷. No caso da opção do uso da classificação própria da instituição em questão, os direitos de prazo mais curtos (menores de 3 meses) recebem tratamento preferencial para emissores de maior qualidade (AAA/BBB). Seguindo a mesma linha do Acordo Original, mesmo que em menores proporções, os ativos de prazos mais curtos estão sujeitos a ponderações de risco mais baixas.

Isto posto, fica explícita a importância das agências de classificação no novo sistema de adequação de capital a partir do método padronizado, ou seja, estas agências ganham espaço nos mecanismos utilizados para a garantia e solidez do sistema financeiro internacional. Às autoridades reguladoras/supervisoras nacionais cabem o reconhecimento de tais agências, o que deve ser feito a partir da avaliação de critérios estipulados pelo Novo Acordo, e a divulgação periódica de quais as agências estão sendo utilizadas para a ponderação de risco dos ativos das instituições sob sua jurisdição¹²⁸.

Ao alicerçar o método padronizado de adequação de capital na classificação de países, bancos e corporações realizada por agências externas de classificação de risco, a proposta do Novo Acordo aceita e assume a institucionalização privada da leitura dos riscos, internando um mecanismo amplamente aceito pelo mercado. Tal postura é convergente com o encaminhamento dado pelas discussões acerca da nova arquitetura financeira internacional,

¹²⁷ Se a opção 1 for escolhida, o banco receberá a ponderação de uma categoria mais baixa do que a estipulada para o risco soberano.

¹²⁸ Estes critérios seriam : objetividade na avaliação de crédito que deve ser rigorosa, sistemática e validada a partir da experiência histórica; independência de pressões políticas e econômicas; transparência/acesso internacional, devendo haver disponibilidade de avaliações individuais para instituições domésticas e investidores estrangeiros; divulgação de informações qualitativas e quantitativas; recursos para a realização de avaliações de alta qualidade; credibilidade. (BIS, 2001d)

que na busca de maior flexibilidade e adequação das regras procura colá-las às avaliações privadas.

4.3.2 Modelos Internos de Avaliação de Risco

Tendo em vista a lógica mais geral do Novo Acordo proposto, de que a garantia de efetividade do conjunto de regras que garantam a segurança e solidez dos sistemas financeiros está diretamente associada à conexão destas às práticas dos agentes do mercado, a proposta coloca para os bancos a possibilidade do uso de métodos internos de avaliação de seus contratos e níveis de exposição para o cálculo dos requerimentos mínimos de capital a serem mantidos. A aceitação de modelos internos para a avaliação de riscos não é uma grande inovação, uma vez que já havia sido introduzida com o *Amendment* de 1996. No entanto, ganha maior espaço e destaque a partir desta proposta. Segundo o Comitê, a aceitação destes sistemas de administração de risco desenvolvidos torna mais precisa a relação entre as necessidades de manutenção de capital e o valor intrínseco do risco de crédito. Entre os objetivos apresentados pelo Comitê para a aceitação de tais modelos estão a suscetibilidade ao risco adicional e a compatibilidade de incentivo, como pode ser constatado a partir da seguinte passagem,

“O primeiro (objetivo) é a suscetibilidade ao risco adicional, uma vez que a necessidade de capital baseada em classificações internas pode demonstrar-se mais suscetível à orientação do risco de crédito e às perdas econômicas intrínsecas à carteira de uma instituição financeira. O segundo é a compatibilidade de incentivo, uma vez que um método interno de avaliação de riscos bem estruturado pode motivar os bancos a realizarem melhorias continuadas em suas práticas de administração de risco internas (BCBS, 2001e; p.1)”.

Como discutido acima, a construção de modelos internos de avaliação de risco está pautada por dois tipos de preocupação : a probabilidade da ocorrência de grandes perdas e, no caso destas se efetivarem, o tamanho das perdas resultantes. Muitos bancos conseguiram avançar no tocante ao primeiro nível de preocupações qual seja, o cerne do risco de crédito, a percepção das possibilidades de inadimplência dos tomadores de recursos. No entanto, muitos destes modelos ainda apresentam uma série de dificuldades para o levantamento de estimativas confiáveis de riscos adicionais. Estes componentes adicionais do risco seriam: perdas prováveis em caso de inadimplência do tomador; nível provável de exposição a este

tomador na ocasião da inadimplência; e efeitos de garantias e derivativos de crédito sobre a exposição ao risco (BCBS, 2001e). Esta questão está no cerne da diferenciação entre os métodos básico e avançado apresentados na proposta do Novo Acordo. O método básico combinaria o uso de modelos internos para a avaliação do risco de inadimplência do tomador com o uso de regras padronizadas para as estimativas de riscos adicionais¹²⁹. No método avançado, todos os componentes do risco de crédito, central ou adicionais, seriam estimados a partir do modelo interno da instituição bancária¹³⁰. Este movimento evolutivo da avaliação de risco, do método padronizado ao avançado, é muito destacado pelo Comitê, explicitando a postura deste quanto à aproximação dos requerimentos às leituras e práticas dos agentes do mercado¹³¹, o que fica claro na seguinte passagem,

“O método básico tem um elevado grau de conservadorismo na sua construção, sob as quais rígidas regras de supervisão estabeleceriam muitos dos parâmetros do risco de crédito que deveriam determinar os requerimentos de capital. Isto porque o método básico foi desenhado para bancos em estágios iniciais de desenvolvimento de sistemas internos de avaliação de risco ou que operam em ambientes de supervisão ainda não preparados para validar ou reforçar o padrão de práticas sólidas aplicáveis a bancos sob o sistema avançado. (Meyer, 2001a; p.1, grifo nosso)”.

Um ponto central destes modelos internos de avaliação de risco é a classificação de exposições em função do tipo de tomador, que mostra-se mais ampla e complexa do que a observada no método padronizado. São estabelecidas exposições corporativas, soberanas e bancárias em um primeiro momento e mais tarde também de varejo, capital e *project finance*¹³². A idéia é que a partir desta classificação uma estrutura simples de transformação

¹²⁹ Para poderem utilizar-se do método básico, os bancos terão que comprovar à autoridade reguladora/fiscalizadora doméstica que atendem os requisitos mínimos em termos de classificação interna, processos de administração de riscos e capacidade de estimar componentes de risco.

¹³⁰ Na versão da proposta de 2001, o Comitê afirma que em seu trabalho de sondagem das instituições ficou claro que algumas são capazes de, ou estão próximas a sê-lo, “fornecer estimativas confiáveis e coerentes dos componentes de risco adicionais.” (BIS, 2001e; p.2)

¹³¹ Na mesma forma que no método padronizado, as ponderações de risco dos ativos seriam de 0%, 20%, 50%, 100% e 150%.

¹³² Uma visão própria para exposições de varejo procura captar os riscos específicos de carteiras nas quais há um grande volume de empréstimos de pequeno valor. O esquema para as exposições de *project finance* procura diferenciar as perdas esperadas e não esperadas destes projetos das estimadas para corporações de forma geral. A discussão e sistematização destas categorias de exposição, assim como as referentes à manutenção de ações nos ativos dos bancos, ainda encontram-se de forma incipiente, devendo ser objeto de estudos mais amplos.

será gerada para indicar a conversão de um conjunto de riscos em necessidades mínimas de capital a ser mantido pela instituição em questão.

Fica claro na proposta de Novo Acordo que se espera a possibilidade de usar métodos internos para o cálculo do capital mínimo a ser mantido em função do nível de exposição ao risco das diferentes instituições bancárias as motive a implementar e melhorar de forma continuada seus sistemas de mensuração e administração de riscos, uma vez que assim poderão beneficiar-se de necessidades de capital mais exatas (BCBS, 2001b). Não está na lógica da proposta o aumento ou diminuição dos níveis de capital, mas sim sua maior adaptabilidade aos riscos assumidos pelos bancos. Sendo assim, bancos com preferência por maiores níveis de exposição ao risco serão alvo de requerimentos mais elevados, o contrário ocorrendo com bancos com maior aversão ao risco, sendo a “*intenção deixar o requisito de capital total para portfólios de risco médio completamente inalterado*” (BCBS, 2001e; p.9). A combinação entre o uso de métodos mais avançados para avaliação de risco e a grande diversidade de carteiras e exposição a riscos de muitas das instituições bancárias deve ocasionar uma ampla diferenciação do capital mínimo de diferentes bancos (BNL, 2001). As modificações previstas na adequação de capital, do cálculo dos requerimentos a partir das regras fixas estabelecidas pelo Acordo Original para o realizado pelos modelos internos de avaliação avançados devem implicar diminuições nestes requerimentos, o que deve atuar como incentivo para o desenvolvimento de sistemas mais avançados. O uso dos modelos internos deve levar a uma diminuição dos níveis de capital requeridos, seja pela maior aderência aos riscos assumidos, seja por estímulos da regulação. A dimensão destes estímulos ainda não está clara, só o seu sentido, do uso de métodos padronizados para os modelos internos avançados. Esta possível disparidade dos requerimentos de capital em favor dos bancos que partirem de modelos internos e avançados pode implicar vantagens competitivas para os bancos grandes e internacionalmente ativos. Isto porque o Comitê espera que a grande maioria dos bancos, pelos menos em um primeiro momento, venha a utilizar-se do método padronizado, enquanto os grandes bancos, em geral mais complexos e ativos em nível internacional, tenham capacidade e escopo para o desenvolvimento e utilização dos modelos internos.

Segundo Meyer (2001a), *a priori* não seria possível avaliar-se se haverá aumento ou diminuição no capital a ser mantido, dado que as autoridades reguladoras têm espaço para exigir capital adicional para instituições individuais¹³³. Convém destacar que, a despeito desta possibilidade, fica claro na proposta que a exigência de capital adicional não se coloca, na maioria das vezes, como uma alternativa eficiente à disposição das autoridades reguladoras/supervisoras.

4.3.3 Instrumentos para a Mitigação dos Riscos

Entre as inovações propostas pelo Novo Acordo, mas uma vez no sentido de aproximar a adequação de capital às práticas do mercado, encontra-se a identificação de um espectro mais amplo de instrumentos utilizados pelas instituições bancárias para a mitigação de riscos. Segundo o Comitê, esta seria uma resposta à evolução dos mercados de transferência de riscos, que teriam tornado-se mais líquidos e complexos, desde a publicação do Acordo. Vários dos novos produtos criados, em especial os derivativos de crédito, teriam permitido aos bancos a separação de vários elementos dos riscos de crédito assumidos, possibilitando, inclusive, a venda de riscos não desejados pela instituição¹³⁴ (BCBS, 2001d). Entre estes instrumentos de mitigação dos riscos de crédito que passaram a ser aceitos encontram-se o uso de cauções, derivativos de crédito, garantias, *netting* (liquidação por compensação)¹³⁵ e securitização. Estes instrumentos passaram a poder ser utilizados para a diminuição das ponderações de riscos de crédito impostas pelo Novo Acordo, desde que não consideradas pela agência de classificação externa em seu processo de avaliação de riscos, uma vez que isto implicaria dupla contagem da atenuação dos riscos (BCBS, 2001d). Assim, reduções do nível de capital mínimo passaram a ser aceitas a partir da implementação de diferentes instrumentos redutores de riscos.

Observou-se nos últimos anos uma ampliação do processo de securitização de ativos implementado pelas instituições bancárias, inclusive como forma de atenuar as exigências

¹³³ Conforme previsto no Pilar 2, a ser discutido abaixo.

¹³⁴ O próprio Comitê reconhece que a possibilidade de venda de risco de crédito não implica que necessariamente os bancos vão fazê-lo. Tendo em vista a possibilidade de realização de lucros, os bancos deixam parcela de riscos sem *hedge* - chamados de residuais - , considerados na proposta do Novo Acordo (BIS, 2001d)

¹³⁵ Estes seriam “contratos de liquidação por compensação registrados no Balanço Patrimonial dos empréstimos e depósitos de bancos de ou para qualquer outra parte contratual.” (BIS, 2001a; p.28)

de capital mínimo. Na proposta do Novo Acordo, a securitização de ativos passou a ser aceita como forma eficiente de redistribuição do risco de crédito, seja entre bancos ou entre estes e investidores não-bancários. A grande preocupação do Comitê é com o uso deste tipo de expediente como forma de minimizar o capital a ser mantido em função das exposições ao risco assumidas pelas instituições. Sendo assim, para que o banco concedente possa retirar os ativos securitizados de seu balanço para o cálculo do capital sujeito à ponderação de risco, este tem que comprovar a transferência legal ou econômica por venda legítima do ativo ou conjunto de ativos em questão. Métodos de consulta padronizada e modelos internos para enfrentar os riscos incorridos pelos bancos em função deste processo passaram a ser elaborados, além do desenvolvimento de uma estrutura completa de capital para securitização de ativos, considerando-se as formas tradicional ou sintética assumidas por este processo¹³⁶. Os bancos que mantiverem em suas carteiras estes títulos lastreados em ativos, ou seja, os compradores destes, estarão sujeitos à manutenção de capital mínimo em função da classificação feita por instituições externas qualificadas pelos agentes reguladores, no caso do uso do método padronizado de avaliação do risco de crédito .

4.3.4 Métodos de Adequação de Capital para Risco Operacional

Ao lado da manutenção de capital em função da exposição aos riscos de crédito e mercado, as instituições bancárias deverão manter capital também em função dos riscos operacionais, ou seja, riscos de perda em função de sistemas internos inadequados ou erros humanos, tais como fraudes, inclusive riscos legais¹³⁷. Segundo o Comitê, esta é uma prática amplamente utilizada pelos principais bancos atuantes em nível internacional, que alocariam, em média, 20% ou mais de seu capital interno para este tipo de risco (BCBS, 2001c). Os bancos podem escolher entre três diferentes formas de mensuração do capital a

¹³⁶ Na conceituação apresentada pelo Comitê a forma tradicional significa a “transferência legal ou econômica de ativos ou obrigações de uma instituição concedente a um terceiro, ..., que então emite os títulos lastreados em ativos (*asset backed securities*) que consistem em reivindicações contra combinações específicas de ativos” (BIS, 2001a; p.103). A securitização sintética seriam operações estruturadas em que os bancos usam derivativos de crédito para transferir para terceiros dos riscos de crédito de uma combinação específica de ativos (BIS, 2001a).

¹³⁷ Os exemplos mais citados seriam de riscos em função de falhas no sistema computacional e no levantamento de documentação. O Novo Acordo define assim o risco operacional “... o risco de perda direta ou indireta decorrente de sistemas pessoas e processos internos inadequados ou reprovados, ou de eventos externos.” (BIS, 2001a; p.110). Os riscos estratégicos e de reputação não são considerados pelo presente conceito, devendo ser objeto de trabalho mais aprofundado por parte do Comitê (BIS, 2001a).

ser mantido em função destes riscos, métodos estes que apresentam diferentes níveis de sofisticação: básico, padronizado e interno¹³⁸. Os dois primeiros são os mais freqüentemente indicados pelas autoridades reguladoras, sendo neste sentido o terceiro método o mais inovador e o que apresenta maior grau de complexidade. Ao optar pelo método do indicador básico, a instituição estaria relacionando o capital a ser mantido em função do discutido risco a um único indicador, tal como a receita bruta para o banco como um todo. Em outras palavras, deveria manter uma porcentagem fixa (indicador alfa) de sua receita bruta como capital em função do risco operacional a que estaria exposta. A partir da aplicação do método padronizado, o capital mínimo seria calculado através da combinação entre indicadores financeiros e atividades bancárias específicas. As atividades dos bancos devem ser divididas em área de negócios padronizadas, havendo para cada uma das áreas um indicador que reflita o tamanho ou o volume de atividades dos bancos naquela determinada área, indicando assim, o risco operacional em cada uma das áreas¹³⁹. Este indicador poderá ser a receita bruta de cada área, e o capital a ser mantido deverá resultar da multiplicação deste por um fator de ponderação a ser estipulado pela autoridade reguladora/fiscalizadora doméstica. Através do uso do método de mensuração interna, o capital a ser mantido em função do risco operacional seria resultado de experiências de perdas de capital devidas a este risco. Diferentes tipos de risco operacional deveriam ser combinados às várias áreas de negócios do banco, as mesmas especificadas no método padronizado. O resultado desta combinação deveria ser ponderado por fatores estipulados pela autoridade reguladora/fiscalizadora. A conversão de perda prevista em capital a ser mantido pelo banco em função do risco operacional resultaria desta ponderação¹⁴⁰.

¹³⁸ O Comitê estuda a introdução de um quarto, Método de Distribuição de Perdas, a partir do qual o próprio banco especifica distribuição de perdas, áreas de negócios e tipos de risco. (BIS, 2001a) Com exceção do primeiro método, a escolha dos bancos está condicionada a critérios de qualificação estipulados no Novo Acordo.

¹³⁹ As áreas de negócios propostas pelo Novo Acordo são : *corporate finance*, negociação e vendas, atividades bancárias de varejo, atividades bancárias de comércio, pagamento e quitação, corretagem no varejo e administração de ativos. (BIS, 2001a)

¹⁴⁰ Convém destacar que na versão da proposta do Novo Acordo aqui discutida, maio 2001, este método ainda se encontrava em estágios iniciais de desenvolvimento.

4.4 Pilar 2 : Processo de Revisão da Supervisão

As novas formas propostas no Novo Acordo para o cálculo dos requerimentos mínimos de capital, apresentadas no bojo do Pilar 1, explicitam o movimento de aproximação dos esquemas regulamentários dos mercados financeiros às práticas dos agentes atuantes nestes. Neste contexto, no qual a flexibilização e a adequação das regras ao comportamento dos agentes no tocante ao controle e administração dos riscos ganham importância, o papel de supervisão a ser exercido pelas autoridades ganha destaque. Com este intuito foi idealizado o Pilar 2, que discorre sobre novos critérios de supervisão e supervisão. Na verdade, a lógica deste é respaldar e viabilizar o modelo de adequação de capital proposto no pilar 1, apresentando-se como ‘... *um comportamento crítico às necessidades mínimas de capital definidas no Pilar 1 ...*’ (BCBS, 2001b;p.4). Observa-se assim, o espaço crescente ocupado pelas regras de comportamento e de supervisão, em detrimento das regras de intervenção.

A justificativa apresentada pelo Comitê para a alçar supervisão ao cerne do Novo Acordo foi não só a necessidade de se garantir a manutenção de capital adequado pelas instituições, como também a de estimular o desenvolvimento e o uso de técnicas cada vez mais elaboradas de administração de riscos. Tendo em questão esta visão do processo de supervisão como maior do que a simples avaliação do cumprimento dos requerimentos mínimos de capital, na proposta de 2001 são definidas três áreas de atuação para os exames de supervisão. Estas seriam o contorno de riscos considerados mas não totalmente capturados pelos requerimentos mínimos de capital, de riscos não considerados por estes, assim como de fatores externos ao comportamento do banco¹⁴¹.

Estes novos critérios de supervisão e fiscalização são marcados pela idéia de revisão de supervisão, processo este baseado em quatro princípios fundamentais. (BCBS, 2001a)

1. Os bancos devem desenvolver processos para avaliar se sua adequação de capital é compatível com o perfil de riscos assumidos e estratégias para manter estes níveis de capital

¹⁴¹ Os exemplos apresentados para cada uma destas áreas são, respectivamente, o risco operacional, uma vez que nem sempre todos os riscos específicos de todas as instituições possam ser cobertos pelas regras de adequação de capital; os riscos de taxas de juros; os ciclos de negócios.

Este princípio de supervisão foi criado para dar respaldo à aceitação dos modelos internos de avaliação de risco para o cálculo do capital mínimo a ser mantido pelos bancos. Desta forma, no cerne deste princípio estão as posições esperadas dos bancos que optarem por tal método. A responsabilidade da garantia de que o nível de capital seja adequado para a sustentação de riscos é da administração do banco, cabendo a este a comprovação do uso de um sólido e rigoroso processo de avaliação de riscos. Sendo assim, cabe aos bancos a : manutenção de uma administração do banco com visão adequada da natureza e nível de riscos assumidos, da relação destes com o nível de capital adequado, assim como comprometida com a solidez e complexidade da administração de risco; a implementação de uma sólida avaliação de capital através da identificação e mensuração dos riscos mais importantes, combinada com o estabelecimento de metas de capital, adequadas aos riscos assumidos e permeadas pelas estratégias adotadas pelos negócios dos bancos; a garantia de que todos os riscos incorridos pelos bancos devem constar deste processo de avaliação de capital, através de uma análise abrangente dos riscos mensuráveis ou só estimáveis; o estabelecimento de sistema adequado de monitoração e elaboração de relatórios da exposição ao risco; e por fim a manutenção de uma estrutura de controle interno deste processo, esperando-se, inclusive o envolvimento de auditorias independentes, internas ou externas¹⁴².

2. As autoridades fiscalizadoras devem examinar e analisar as avaliações e estratégias de adequação de capital feitas pelos bancos, além da capacidade destes monitorar e garantir a manutenção do índice de capital estipulado pelas regras vigentes. Cabe também a estas autoridades a tomada de medidas adequadas quando o comportamento dos bancos não se mostrar satisfatório.

Este princípio apresenta o formato de atuação esperado das autoridades reguladoras/supervisoras. Como já discutido, em função do maior uso dos modelos internos às instituições, cresce o papel destas enquanto agentes de supervisão. Segundo a proposta do Novo Acordo, cabe a estas instituições a análise periódica dos processos utilizados pelos bancos para a adequação de capital, através da verificação de suas posições de risco, do

¹⁴² Maiores detalhes sobre o que se espera dos bancos são expostos na Proposta do Novo Acordo. (BIS, 2001a; p.121-125)

nível e da qualidade do capital destes¹⁴³. Especial atenção deve ser dada à avaliação da qualidade da administração e dos controles de risco do banco. As autoridades devem impor uma série de exigências para a aceitação de métodos internos, técnicas de mitigação de riscos e securitização de ativos para o cálculo da adequação mínima do capital. Entre estas exigências devem estar a divulgação das características do método adotado e do padrão de administração de riscos. Ao tratar desta questão, mais uma vez a proposta dá ênfase à responsabilidade da administração da instituição bancária, uma vez que destaca que este processo de supervisão não deve dar margens à assunção por parte destas autoridades da administração do banco.

3. As autoridades devem esperar e poder exigir que os bancos operem acima dos índices mínimos de capital.

Os requerimentos mínimos de capital devem conter volumes extras de capital para fazer frente a incertezas inerentes ao sistema bancário como um todo, relacionadas ao regime colocado pelo Pilar 1, assim como a incertezas de bancos específicos, consideradas a partir do Pilar 2. A exigência, assim como o estímulo à manutenção de volumes de capital acima do exigido pelos requerimentos mínimos é prática usual entre as autoridades reguladoras/supervisoras¹⁴⁴

As autoridades fiscalizadoras devem intervir de forma antecipada, evitando que o capital fique abaixo do mínimo exigido, devendo exigir medidas reparadoras quando este nível mínimo não for mantido ou restaurado.

Em situações em que estes requerimentos mínimos não estejam sendo atendidos, cabe às autoridades reguladoras/supervisoras a escolha dos instrumentos mais adequados à situação do banco e/ou do mercado em questão. Entre as medidas cabíveis nestes casos, o

¹⁴³ O exame periódico deve resultar da combinação de vários expedientes : exames ou inspeções no local, análise no local, discussões com a administração do banco, análise do trabalho realizado por auditores externos e por fim o recebimento de relatórios periódicos. (BIS, 2001a; p. 125)

¹⁴⁴ O Comitê levanta uma série de motivos que justificariam esta postura Estes seriam : i) por razões de concorrência muitos bancos optam por manterem capital acima do mínimo de forma a serem bem classificados por agências de *rating*; ii) flutuações no índice de capital podem ocorrer em função de mudanças normais ao movimento dos negócios, como no tipo de volume das operações; iii) a necessidade de capital adicional pode mostrar-se muito onerosa para os bancos, em especial sob condições adversas; iv) a existência de riscos não considerados no Pilar 1; v) a manutenção de níveis de capital abaixo do estipulado podem

Novo Acordo destaca: intensificação da monitoração dos bancos; restrições ao pagamento de dividendos; exigência de plano para restauração dos níveis mínimos; exigências de levantamento imediato de capital adicional (BCBS, 2001a; p.128). A idéia de que o aumento de capital deve ser visto como uma saída, nem sempre única, para problemas de adequação de capital, mais uma vez aparece na discutida proposta. Tal solução deve ser vista como temporária, até que medidas permanentes, como melhorias no método de controle de risco, possam ser implementadas.

A importância dada à revisão de supervisão garante maior flexibilidade à atuação das autoridades, possibilitando um maior nível de discricionariedade na atuação destas. Este maior poder discricionário é um dos elementos interessantes deste novo esquema. Isto porque, desta forma, evita-se a necessidade da existência de regras para tudo, dado que o agente supervisor/regulador pode ajustar casos especiais (Meyer, 2001a). Em função desta maior flexibilidade garantida às autoridades, espera-se desta atuação transparente e responsável, com a divulgação dos critérios a serem utilizados no exame das avaliações internas. Alguns gestores acreditam que a função de supervisão tende a mostrar-se mais importante para a garantia de um sistema sólido e saudável do que os requerimentos mínimos de capital, cerne do esquema proposto (Meyer, 2001a). O Comitê admite que a intensificação da função fiscalizadora poderá implicar a absorção de maior volume de recursos para esta atividade, o que não se deve colocar como um problema, uma vez que os benefícios quanto à solidez do sistema devem mais que compensam seus custos.

Cabe ainda à realização deste exame mais intensivo por parte das autoridades a solução para o tratamento do risco de taxa de juros. Apesar da importância da exposição dos bancos a estes riscos, a diversidade de natureza e de processos utilizados para administra-los dificulta a criação de regras homogêneas para o cálculo de aportes de capital a serem realizados em função destes. Isto posto, decidiu-se que seria mais eficiente o tratamento dos riscos de taxas de juros verificados nos registros bancários a partir dos exames de fiscalização. Assim, cabe ao Pilar 2 o tratamento de riscos não captados pelo Pilar 1. Decidiu-se que os sistemas internos dos bancos apresentam-se como principal ferramenta para a mensuração da exposição a estes riscos e do aporte de capital a ser

implicar em violação legal e/ou sujeição à políticas discricionárias por parte das autoridades

mantido. Se a partir dos exames de supervisão as autoridades não se mostrarem satisfeitas com o capital mantido pelos bancos, podem exigir novos aportes, diminuição de riscos ou ambos.

4.5 Pilar 3 : Abertura de Informações e Disciplina de Mercado¹⁴⁵

O terceiro pilar de sustentação apresentado pelo Novo Acordo para a garantia da solidez, saúde e eficiência dos bancos e sistemas financeiros é a disciplina de mercado. O argumento apresentado pelo Comitê é que esta deve atuar no sentido de reforçar os requerimentos mínimos de capital e o processo de revisão da supervisão. A introdução da disciplina de mercado como o terceiro pilar do Novo Acordo traz a lógica do mercado para o centro da discussão das novas regras para a regulamentação dos mercados financeiros, marcando o aprofundamento da tendência já explicitada nos pilares anteriores. Este argumento fica claro na passagem abaixo,

“O Pilar 3 reconhece que a disciplina de mercado tem o potencial para reforçar a regulação de capital e outros esforços de gestão para promover a segurança e solidez em bancos e sistemas financeiros (BCBS, 2001g; p.1)”.

O Comitê espera que a partir dos estímulos à divulgação de informações presentes no Novo Acordo, os agentes participantes do mercado tenham acesso aos elementos fundamentais para a avaliação da instituição bancária, no tocante ao perfil de riscos, processos internos de avaliação e administração de riscos, e assim da adequação de capital. Desta forma, os bancos expostos a riscos mais elevados estariam sujeitos à cobrança de maiores prêmios e a outras medidas de segurança. Neste sentido, ao encorajar bancos a realizarem avaliações de riscos e a partir destes manterem capital e desenvolverem sistemas eficientes de administração de riscos, as pressões do mercado devem estimular a alocação mais eficiente dos capitais e contribuir para a contenção dos riscos do sistema. Em outras palavras, *“a disciplina de mercado impõe aos bancos fortes incentivos para a condução de suas atividades de modo seguro, sólido e eficiente.”* (BCBS, 2001g; p.1)

reguladoras/supervisoras. (BIS, 2001a; p.127)

¹⁴⁵ A discussão realizada nesta seção teve como base a proposta apresentada pelo Comitê em janeiro de 2001 e o artigo publicado pelo *Transparency Group* do Comitê em setembro/ 2001. Este último apresenta diferenças com relação ao anterior, em função da incorporação de vários dos comentários recebidos no período consultivo de jan/maio/2001.

Às autoridades reguladoras/fiscalizadoras cabem as funções de exigir dos bancos uma política de divulgação de informações, de avaliar a validade e apropriação dos regimes de divulgação adotados pelos diferentes bancos, além de impor restrições em casos de não satisfação com a qualidade de informações¹⁴⁶.

Como já bem discutido, a harmonização de regras de comportamento vigentes nos diferentes países é uma das características centrais dos Acordos realizados em torno do Comitê da Basileia. A uniformização das exigências quanto à divulgação de informações pode mostrar-se problemática, dadas as diferenças no raio de atuação das autoridades reguladoras/supervisoras dos diferentes países. A despeito de admitir estas limitações, o documento apresentado pelo *Transparency Group* enfatiza a necessidade de que os reguladores/supervisores exijam a divulgação de informações. Isto porque, se a principal prerrogativa destas autoridades é a garantia de solidez e segurança dos sistemas e a disciplina de mercado contribui para tal objetivo, estas devem poder exigir a divulgação de informações¹⁴⁷.

Em situações de não ou mal cumprimento das regras de divulgação requisitadas ou recomendadas, esperam-se das autoridades respostas no sentido de resolução de tal situação. Coloca-se então a necessidade de medidas de intervenção geral e de medidas de intervenção específica. O tamanho e a profundidade destas medidas devem ser proporcionais à gravidade e ao tempo de duração da não-observância das regras de divulgação, além do poder legal da autoridade. Entre as medidas gerais são destacadas persuasão moral, repreensões e penalidades financeiras. Em situações específicas, como quando a divulgação de informações é utilizada como critério de qualificação e pode diminuir a ponderação de riscos ou possibilitar a aplicação de determinada metodologia, aplica-se uma sanção direta¹⁴⁸. Este é um dos poucos momentos do documento proposto em

¹⁴⁶ As divulgações de informações devem seguir alguns critérios destacados pelos Comitê, sendo estes abrangência, relevância e oportunidade, confiabilidade, comparabilidade e materialidade. Estes critérios foram apresentados pelo Comitê no estudo **Melhorando a Transparência Bancária**, 1998. (BIS, 2001g; p.6)

¹⁴⁷ Na proposta de 2001, estas limitações eram mais respeitadas pelo Comitê, que admitia a combinação de requisitos e recomendações. Na revisão de tal proposta, em resposta aos comentários recebidos, reduziu-se o montante de informações a serem divulgadas. Considerando-se que foram mantidas as essenciais para dar suporte à disciplina de mercado, espera-se que se transformem em requisitos, não se aceitando mais a idéia de recomendações e requisitos (BIS, 2001g e BIS, 2001set).

¹⁴⁸ Esta sanção pode ser a não aceitação de diminuição da ponderações de risco ou propostas pela instituição a partir dos requisitos do Pilar 1 (BIS, 2001g e BIS, 2001set).

que a idéia de intervenção aparece, mesmo que colocada de forma muito distinta da verificada nas regras de intervenção discutidas no capítulo anterior. Por fim, convém ressaltar que, mais uma vez, a proposta explicita que a exigência de requerimentos adicionais de capital não se coloca como resposta ao não cumprimento da abertura de informações.

A incorporação da disciplina de mercado como elemento constitutivo do novo esquema regulatório proposto reflete, em algum grau, a disseminação da crença na existência de assimetrias de informações nos mercados financeiros, seja entre agentes do mercados, acadêmicos ou reguladores. Estas assimetrias, conforme discutido no capítulo primeiro, seriam resultado do acesso diferenciado a informações que teriam os agentes participantes do mercado. O resultado da presença destas seria a existência de mercados imperfeitos, demandantes de regras para garantia de maior eficiência. Assim, a generalização de requisitos ou recomendações para a divulgação de informações, tendo como grande objetivo a maior transparência das informações, pode ser vista como uma forma de responder e amenizar, se não resolver, este problema diagnosticado como assimetria de informações.

4.6 Comentários e Críticas à Proposta de Novo Acordo

Desde a publicação do primeiro esboço em meados de 1999, o Comitê tem submetido o novo esquema a sucessivos períodos de consulta junto à comunidade financeira, sejam reguladores, agentes do mercado ou acadêmicos. Espera, desta forma, que os comentários recebidos possam contribuir para a realização de ajustes que garantam uma melhor adequação do Novo Acordo aos objetivos propostos¹⁴⁹. Este tipo de postura do Comitê reflete mais uma vez o que tem sido continuamente destacado por este trabalho, qual seja, a preocupação dos reguladores em assegurar a aderência das regras ao comportamento do mercado.

¹⁴⁹ Os comentários recebidos pelo Comitê podem ser encontrados no site do BIS (www.bis.org). As principais questões levantadas dizem respeito aos requisitos dos enfoques dos modelos internos de avaliação de riscos e à capacidade dos bancos em adotá-los; o impacto da cobertura do tratamento dado ao risco operacional ; e à estrutura de incentivos em favor da utilização dos modelos internos (Canuto & Meirelles, 2001).

A implementação da proposta de Novo Acordo deve trazer importantes impactos à estrutura dos mercados financeiros, em especial bancários, dado que são os bancos o foco central do discutido arcabouço de regulamentação. Muito tem sido discutido acerca das limitações, mas em especial da natureza dos impactos esperados, tendo como foco central o cerne da proposta, as diferentes formas de tratamento do risco de crédito, apresentadas no Pilar 1. Isto posto, serão apresentadas algumas questões presentes neste debate, tendo-se como meta o levantamento de subsídios para uma avaliação do Novo Acordo. Primeiro serão levantadas algumas questões específicas, referentes à introdução da classificação das agências como elementos central do esquema padronizado, e à funcionalidade dos modelos internos de avaliação de risco de crédito. O segundo passo será tratar de questões mais gerais, relacionadas aos efeitos da maior sensibilidade aos riscos.

O método padronizado tem sido apresentado por diferentes autores como uma clara evolução do esquema vigente, respondendo às principais limitações deste, a rigidez e o descolamento do movimento de mercado, garantindo maior flexibilidade e menores estímulos a operações de arbitragem. As restrições destacadas centram-se nas agências de classificação externa. A despeito de concordar com os benefícios do uso de avaliações externas, a Moody's, agência de *rating* reconhecida internacionalmente, preocupa-se com consequências não esperadas do novo espaço a ser ocupado pelas avaliações externas, ou seja, teme que a generalização destes serviços implique piora na qualidade e perda de credibilidade. Estas preocupações concentram-se na forma de atuação das agências, como a perda de objetividade das classificações em função do papel sobre a regulamentação, assim como o crescimento da negociação de *ratings*. Sendo assim, a agência espera do Comitê a elaboração de medidas que possam minimizar estes possíveis efeitos deletérios¹⁵⁰ (Moody's, 2001c).

A falta de comparabilidade entre as classificações feitas por diferentes agências pode apresentar-se como fator limitante ao uso destas no bojo do esquema de regulação, como é explicitado por Jackson (2001), tendo em vista o risco soberano, “... *em alguns*

¹⁵⁰ Entre estas medidas a agência destaca a centralização no Comitê do processo de reconhecimento de sistemas de classificação. Se isto não se mostrar factível espera-se que o Comitê estabeleça critérios claros e justos que enfatizem a qualidade da classificação e que sejam colocados padrões uniformes de objetividade, independência, transparência, abertura de informações, existência de recursos e credibilidade.

países as agências de rating locais classificam o soberano local como AAA e usam esta para escalonar para outros tomadores, mesmo que o soberano possa ter classificação A ou BBB de agências internacionais”. (p.58). Em muitos países o número de corporações classificadas é pequeno, o que implica concentração de muitas exposições na categoria de não-classificado, que coloca o 8% de meta de capital.

Analisando a atuação das agências de classificação reconhecidas internacionalmente, alguns autores mostram-se cépticos quanto ao papel reservado a estas no esquema padronizado do Novo Acordo (Griffith-Jones, 2000 ; Griffith-Jones & Spratt, 2001). Segundo estes autores há momentos em que a atuação destas agências contribui para o agravamento dos movimentos cíclicos das economias. Isto porque, existem situações em que estas agências enfrentam problemas para o levantamento das informações relevantes para a confecção de avaliações¹⁵¹. Diante da incapacidade de liderar o posicionamento do mercado acabam sendo guiadas por ele, exacerbando ondas de otimismo ou pessimismo, agravando situações de crise. Um exemplo cabal deste argumento seria a atuação destas agências ao longo da crise asiática. Estas agências não anteciparam as adversidades presentes nos mercados asiáticos que acabaram gerando a situação de crise, sendo que as avaliações positivas contribuíam para a movimentação de recursos para os mercados em questão. Quando da eclosão da crise, realizaram um movimento de rebaixamento das notas o que agravou o contexto adverso.

A utilização dos modelos internos de avaliação de risco de crédito para o cálculo dos requerimentos mínimos de capital, como estipulado no Pilar 1, tem suscitado amplas discussões, em especial entre os agentes reguladores e supervisores¹⁵². A despeito da introdução do uso destes modelos ser vista por muitos dos reguladores como tendência clara e inexorável, a maioria aponta limitações importantes para tal uso¹⁵³. A preocupação central que permeia a aceitação destes modelos pelos reguladores/supervisores é a exatidão

¹⁵¹ Isto ocorre de forma mais comum em casos de avaliações de países.

¹⁵² As limitações quanto ao uso dos modelos internos aqui colocadas foram apresentadas por vários autores, em sua maioria reguladores, em Conferência realizada em Londres ao final de 1998. Dado o período e a origem dos debatedores, é possível pensar-se que estas foram realizadas no bojo das discussões em torno da elaboração do documento do Comitê/1999 que apresentou uma nova estrutura para o Acordo.

¹⁵³ A análise dos documentos resultantes das duas Conferências aqui discutidas mostra que o posicionamento de Michael Foot, diretor administrativo da Autoridade para Serviços Financeiros (FSA), foi o único a

de seus resultados, que devem ser marcados pela ausência de erros sistemáticos. Em outras palavras, o uso destes modelos como parte da regulamentação passa pela comprovação da acurácia de seus resultados, que pode mostrar-se problemática. Assim, a aceitação de modelos como parâmetro para o cálculo do capital mínimo deve ser pautada pela preocupação constante do reguladores/supervisores em avaliar de forma extensiva algumas questões entre as quais destacam-se: comparação entre os diferentes tipos de modelo apresentados; levantamento das fragilidades de cada um deles; averiguação da existência de viés nas medidas de avaliação de riscos; e por fim avaliação da equidade do tratamento dos diferentes tipos de exposição ao risco. (Jackson et al, 1999).

As principais limitações quanto à apuração da acurácia dos resultados dos modelos estariam relacionadas à disponibilidade de dados e validação dos modelos. A validação destes modelos mostrar-se-ia dificultada pela falta de dados disponíveis para a realização de *backtestings*. A realização destes testes demanda um grande número de observações, nem sempre disponíveis para operações de crédito. Esta pouca disponibilidade de dados resulta de duas ordens de fatores. Primeiro, a precificação de carteiras de crédito, diferentemente da verificada com a carteira de outros ativos, não é usualmente realizada. Segundo, dado que o período relevante para a modelagem do risco de crédito é longo, um ano no mínimo, torna-se difícil a construção de séries com muitas observações, uma vez que há limitados dados históricos sobre perdas de crédito¹⁵⁴. Assim, a falta de informações dificulta a validação dos modelos pelos reguladores, problematizando a utilização destes como elementos da regulação¹⁵⁵.

Outra limitação da elevação dos modelos internos de avaliação de risco de crédito para o centro do esquema regulamentário proposto pelo Novo Acordo diz respeito ao estágio de desenvolvimento em que estes se encontram. Segundo Meyer (2001) os reguladores/supervisores esperavam um desenvolvimento mais amplo destes do que

explicitar clara preferência por instrumentos para regulação e supervisão baseados em métodos usados pelas próprias agências reguladoras (Jackson et al, 1999; p.95).

¹⁵⁴ A existência de longa série de dados, cobrindo vários ciclos de negócios, seria fundamental para a montagem da função densidade de distribuição das perdas de crédito e assim da identificação da forma da cauda desta. Na ausência destas informações, muitos modelos assumem que esta função assume uma distribuição normal, o que pode viesar as estimativas geradas pelo modelo.

efetivamente encontraram. Em função deste *gap* observado, os reguladores estariam trabalhando em conjunto com as instituições, fazendo pesquisas originais e desenvolvendo dados de forma mais intensa do que haviam previsto em um primeiro momento.

Como discutido em vários momentos do presente capítulo, a linha mestra que permeia a proposta de reformulação do Acordo de 1988 é a necessidade de um sistema de regulamentação que possibilite a aderência da adequação de capital aos riscos presentes nas carteiras, ou pelo menos aos riscos que os agentes do mercado acreditem estar presentes nestas. Propôs-se assim a utilização de métodos de adequação de capital mais sensíveis aos riscos lidos pelo mercado, que devem aumentar sobremaneira a flexibilidade destes parâmetros. Algumas considerações sobre esta tendência podem ser extraídas de cálculos realizados pelo Banco da Inglaterra, que permitem comparações entre os requerimentos de capital resultantes do esquema atual, do método padronizado e de modelo interno de avaliação de risco – básico (Tabela VII). Quanto mais avançado, isto é, mais sensível aos riscos é o método de cálculo, menor é o capital requerido para empréstimos a tomadores de primeira linha, sendo a diferença bastante considerável¹⁵⁵. O oposto pode ser afirmado acerca de empréstimos a tomadores mais arriscados, que devem ser afetados negativamente com a mudança do cálculo dos requerimentos atuais para o proposto, em especial com o uso de modelos internos de avaliação de risco. Este diferencial deve provocar uma tendência ao aumento da participação de empréstimos de tomadores mais seguros na composição das carteiras dos bancos, dados os custos de capital significativamente mais baixos. Isto deve ocorrer de forma mais importante com os grandes bancos, em geral internacionalmente ativos, dado que são estes que utilizam ou têm maior acesso ao uso de modelos internos. Os efeitos deste movimento sobre o acesso e os custos dos recursos para tomadores frágeis e mais arriscados pode mostrar-se fortemente negativo. Convém lembrar que entre estes tomadores encontram-se os das economias em desenvolvimento.

¹⁵⁵ Diante das limitadas informações para a realização de *backtestings*, os usuários destes modelos têm realizado *stresstestings* para a validação destes. É uma solução factível, a despeito de ser mais desejável a comprovação das previsões a partir de valores efetivamente observados.

¹⁵⁶ Esta discrepância é reconhecida pelo Comitê que introduziu uma disposição transitória procurando minimizá-la, pelo menos no período inicial. Nos dois primeiros anos de implementação das novas regras, os requerimentos para o risco de crédito calculados pelo método interno avançado não poderão ser menores do que 90% dos calculados pelo método básico.

Outro efeito importante do discutido diferencial de capital deve ser o aprofundamento do processo de concentração bancária em nível internacional. O diferencial de taxas de capital deve ocasionar ganhos de competitividade para os bancos que se utilizarem dos modelos internos. O aprofundamento do movimento já presente de consolidação bancária, através de fusões e aquisições, pode resultar destas assimetrias nas condições de competição. Considerando-se a tendência de aumento da participação dos empréstimos a tomadores de primeira linha na composição das carteiras dos grandes bancos, um movimento de concentração bancária em torno destes dificultaria ainda mais o acesso de tomadores mais arriscados ao crédito. De formas distintas, esta mesma lógica pode ser extraída de análises realizadas pela agência de classificação Moody's (2001a; 2001c) e de autores mais críticos ao esquema como Griffith-Jones & Spratt (2001).

Tabela VII Requerimentos de Capital (Exposições a Corporações)			
	Acordo Atual	Método Padronizado	Método Interno/Básico
AAA	8,00	1,60	1,13
AA	8,00	1,60	1,13
A	8,00	4,00	1,13
BBB	8,00	8,00	3,61
BB	8,00	8,00	12,35
B	8,00	12,00	30,96
CCC	8,00	12,00	47,04

Fonte : Jackson, P. *et al* (1999). Credit Risk Modelling. Financial Stability Review, june 1999

Analistas da Moody's partem da existência de grande número de pequenos bancos que operam de forma tradicional - depósitos e empréstimos em mercados locais – tendo dificuldade de acesso à diversificação e à geração de atividades que gerem *fees* ao invés de *spreads*. Sendo assim, não devem ter recursos para o desenvolvimento de métodos de avaliação interna que possibilitem alocação ótima do capital, o que deve resultar, pelos motivos destacados acima, em posições competitivas ainda mais marginais. O resultado deve ser o aprofundamento da consolidação via fusões e aquisições, movimento que deve ser liderado pelos bancos com capacidade de desenvolver melhores administrações de risco de crédito e operacionais. Diante do novo e complexo ambiente bancário, aos pequenos bancos - se estes administrados de forma eficiente – caberia a exploração de nichos de mercado.

Griffith-Jones & Spratt (2001) preocupam-se com possíveis efeitos da implementação do Novo Acordo sobre a relação eficiência micro e estabilidade macro. Por um lado o uso de métodos mais sensíveis ao risco tornam o sistema mais eficiente em função de melhor precificação destes e provisionamentos mais acurados. Mas por outro esta maior sensibilidade ao risco pode ter consequências negativas, especialmente em função de seus efeitos sobre a estabilidade do sistema, podendo até estimular gestação de crises, em outras palavras, agravar a instabilidade do sistema. Estes autores acreditam que a maior sensibilidade ao risco pode agravar as assimetrias já presentes no acesso aos recursos oferecidos pelo mercado. Tomadores mais frágeis são pior classificados e portanto têm acesso problematizado aos recursos, enquanto tomadores de primeira linha poderão ter acesso privilegiado a estes. Neste contexto seria possível afirmar que os tomadores de países em desenvolvimento seriam os mais afetados, uma vez que são, em geral, mais frágeis.

Na visão de diferentes autores esta maior sensibilidade pode ocasionar outros efeitos sobre a dinâmica dos mercados bancários. Neste sentido, o caráter pró-cíclico das regras constantes na proposta do Novo Acordo é alvo do maior número de críticas. É fato que os mecanismos tradicionais de regulação, como os requerimentos de capital do Acordo de 1988, acabam tendo efeitos pró-cíclicos, uma vez que não se ajustam às diferentes fases do ciclo. Se nos períodos de aceleração não são capazes de evitar a assunção de riscos excessivos, nos períodos de recessão podem agravar as restrições ao crédito. Isto porque, a elevação da inadimplência característica destes períodos afeta negativamente a disponibilidade de capitais a serem emprestados pelos bancos, e se apresentarem baixas taxas de capital, o que é provável nestas fases, os bancos terão dificuldades de levantar novos recursos, levando ao agravamento das restrições ao crédito e possivelmente até do quadro recessivo (Griffith-Jones, 2000; Ocampo, 2000a). Esta situação adversa é exacerbada quando os requerimentos de capital mostram-se sensíveis ao risco, como colocado pela proposta do Novo Acordo. A evolução dos riscos de crédito ao longo das diferentes fases do ciclo mostra que estes tendem a crescer em períodos de desaceleração. Isto em função do endividamento anterior – em períodos de euforia as operações de crédito de forma importante – e/ou do aumento da inadimplência na reversão. Considerando-se que o uso de sistemas de requerimentos de capital sensíveis ao risco deve implicar aumento no

capital a ser mantido em situações de elevação de riscos, em períodos de desaceleração, a elevação dos níveis de risco gera necessidade de manutenção de maior volume de capital. A resultante menor disponibilidade de recursos para os tomadores, em especial os mais arriscados, pode agravar a desaceleração. Assim, situações de elevação de riscos implicam elevação do capital mínimo requerido, o que tende a diminuir ainda mais a disponibilidade de recursos a serem emprestados pelos, agravando as adversidades já colocadas. (Ocampo 2000a; DNL, 2001; Canuto & Meirelles, 2001; Meyer, 2001a). Griffith-Jones destaca o papel instabilizador das agências externas de classificação de risco, lembrando o papel desempenhado por estas nas crises mexicana e asiática, quando a fragilização não foi adiantada pelas agências, porém os distúrbios foram exacerbados. A autora preocupa-se com o papel fundamental que estas passam a ocupar na ponderação de riscos dos ativos bancários para o cálculo dos requerimentos de capital através do método padronizado, como pode ser visto na seguinte passagem,

“Isto inclui o papel crescente das agências de rating na determinação das ponderações de risco soberano para o cálculo dos requerimentos de capital, o que pode agravar a natureza pró-cíclica dos empréstimos bancários.... Há importantes evidências de que as agências de rating atuam de forma volátil e cíclica. Se este é o caso, apoiar o novo sistema nestas agências pode exacerbar os movimentos do ciclo e assim minar a estabilidade do sistema financeiro (2000; p.8)”.

Segundo Danielson (*apud* Canuto & Meirelles, 2001), a generalização do uso de modelos internos pode aumentar o risco sistêmico. Isto porque o uso destes modelos atua no sentido de exacerbar níveis de alavancagem e de exposição ao risco em períodos de euforia, e no sentido oposto em momentos de pessimismo. Desta forma, o uso de modelos internos pode ocasionar o aprofundamento das fases do ciclo.

Os efeitos de melhores informações, a serem obtidas com as novas regras de divulgação e que visam garantir a disciplina de mercado, e o papel das agências de classificação neste processo são destacados por Ocampo (2000a). Este autor diferencia a eficiência microeconômica da estabilidade macroeconômica. Se por um lado o acesso a melhores informações deve aumentar a eficiência micro, o mesmo não pode ser afirmado sobre a estabilidade macro. Isto porque esta última resulta da “*evolução das opiniões e expectativas mais do que de informações ... e a tendência de igualar opiniões e expectativas com informações é fonte de confusão na literatura moderna*” (p.9). Até

mesmo as agências de *rating*, que encontram-se entre os agentes de mercado com melhor acesso e capacidade de trabalho sobre as informações, podem acabar utilizando-se de expectativas e opiniões na confecção de suas classificações, o que deve dificultar a atuação destas no sentido de garantir a estabilidade dos mercados. *“O melhor sistema de informações não será capaz de corrigir esta falha de mercado, dado que ímpetos de expectativas envolvem informações sobre o futuro, que nunca estarão disponíveis”* (p.9) Assim, se melhores critérios para a divulgação de informações podem contribuir para o aumento da eficiência micro, o mesmo não é possível afirmar sobre a estabilidade macro, dado o papel das expectativas e opiniões.

Preocupações menos conceituais e mais funcionais são apresentadas por Meyer (2001a). A primeira diz respeito ao tamanho dos requerimentos mínimos. Agentes do mercado têm afirmado que o nível de capital absoluto é muito alto. Segundo este autor, a determinação do nível de capital correto é uma das questões mais problemáticas para o fechamento do Novo Acordo, não havendo muito consenso entre os agentes. Esta questão mostra-se fundamental não só para as autoridades reguladoras/supervisoras, como para bancos e outros agentes do mercado. Isto porque afeta variáveis importantes, tais como alocação de capital. Por fim, é fundamental que os vários métodos utilizados para o cálculo do capital mínimo sejam compatíveis e equilibrados. Espera-se que os bancos internacionais sejam estimulados a moverem-se do método padronizado para o de avaliação interna básico, e deste para o avançado, em função das possíveis diminuições no capital a ser mantido. Mas estas reduções devem ser calibradas, uma vez que os reguladores/supervisores não estão dispostos a aceitar níveis de capital mínimo muito menores dos que os verificados na vigência do Acordo Original. Meyer (2001a) discute também as críticas frequentes de alguns bancos de que a maior importância dada à divulgação de informações cria desníveis destes com relação às instituições não-bancárias domésticas uma vez que estas não estariam sujeitas às mesmas regras. Segundo este autor esta preocupação seria procedente, mas os bancos devem considerar que a situação deve melhorar no tocante aos bancos estrangeiros com quem competem.

A implementação do Novo Acordo afetará negativamente as economias emergentes. A adoção generalizada dos modelos internos de avaliação de risco deverá trazer

importantes modificações no padrão de empréstimos dos bancos. Tais mudanças devem dificultar o acesso de tomadores destas economias – soberanos, bancos e corporações, seja no tocante ao volume e/ou ao custo dos recursos. Se, como discutido acima, o Novo Acordo leva à maior competição e a resultante consolidação aumenta a importância dos grandes bancos internacionais, que devem reduzir seus níveis de empréstimos aos países em desenvolvimento, estes devem ter menor acesso aos recursos internacionais (Griffith-Jones & Spratt, 2001).

Este movimento também pode ser depreendido de trabalhos da Moody's. A discutida consolidação bancária pode ocasionar o aprofundamento da tendência já verificada de “estrangeirização” da indústria bancária dos países em desenvolvimento¹⁵⁷. Dado que os grandes bancos internacionais são, em geral, maiores e mais complexos que os bancos domésticos que operam nestes mercados – que devem usar por período mais longos o método padronizado para o cálculo dos requerimentos de capital, o que deve implicar manutenção de maiores volumes de capital - pode haver movimento ainda maior de *take-over*. Deve haver uma intensificação do processo já presente de consolidação bancária, com grandes bancos que operam em nível internacional sobrepondo-se aos pequenos.

Os efeitos das mudanças de ponderações de risco sobre os países em desenvolvimento podem não se mostrar homogêneos, em função do sentido da movimentação das ponderações. Alguns países como México, Coréia, Turquia, Polônia e República Checa, que fazem parte da OCDE podem perder, já que são beneficiados pelo esquema do Acordo vigente. Outros como Chile, que a despeito de não fazerem parte da OCDE são bem classificados pelas agências internacionais, certamente estarão sujeitos a ponderações menores de risco. As modificações presentes na proposta atual respondem às principais limitações colocadas aos países em desenvolvimento pelo método vigente : participação da OCDE como linha divisória e estímulos aos empréstimos de prazos mais curtos, que permaneceram mais foram amenizados (Griffith-Jones & Spratt, 2001)

¹⁵⁷ Esta tendência ao aumento da participação de grandes bancos internacionalmente ativos nos mercados domésticos de economias em desenvolvimento ocorreria após uma década de importante “estrangeirização” destes mercados. Na América Latina, a participação dos estrangeiros no total de ativos do sistema bancário passou de 7% em 1990 para 40% em 2000. Nos países da Europa Central os estrangeiros controlavam quase 70% dos ativos em 2000. Houve um movimento de crescimento dos bancos estrangeiros nas economias asiáticas, a despeito de movimento não ter se apresentado uniforme.

4.7 Considerações Finais

A proposta apresentada pelo Comitê para reformulação do Acordo de 1988 aponta para uma tendência de aproximação do arcabouço de regulamentações às práticas exercidas pelos agentes do mercado. Este movimento pode ser constatado a partir da avaliação dos três pilares que compõem a proposta do Novo Acordo. Apesar da introdução do tratamento do risco de mercado pelo *Amendment* e dos riscos operacionais pelo Novo Acordo, o risco de crédito continua a ocupar lugar central no esquema de regras.

Os requerimentos mínimos de capital para o risco de crédito (Pilar 1) continuam ocupando papel central no esquema proposto, sendo propostas modificações importantes no cálculo da taxa de capital. Estes requerimentos podem ser calculados a partir de metodologias distintas. No método padronizado, as ponderações de risco continuam fixas, mas a classificação dos ativos passa a ser feita por agências externas de *rating*, introduzindo o uso de avaliações privadas de riscos no cerne do esquema regulamentário. Os métodos internos vão mais a fundo na tendência apontada, ao possibilitar que as instituições utilizem modelos desenvolvidos internamente não só para o cálculo dos riscos, como também do capital a ser mantido em função destes.

Há que se destacar que o uso destes métodos para o cálculo das taxas de capital deve possibilitar uma maior aderência entre os requerimentos de capital e os riscos assumidos pelas instituições. Esta aderência tende a ser maior quanto mais sensível for o método de avaliação de risco. Desta forma, os requerimentos mínimos calculados através do método padronizado devem ser menos sensíveis ao risco do que os elaborados a partir do uso de modelos internos de avaliação de risco. O resultante diferencial de sensibilidade entre as instituições atuantes no mercado pode implicar distorções importantes, tanto para as condições de concorrência entre as instituições, quanto para os tomadores de recursos. A maior sensibilidade dos modelos internos de avaliação de risco possibilita, dependendo do risco do tomador, reduções importantes da taxa de capital, o que potencializa melhorias nas condições de competitividade das instituições que tenham capacidade para desenvolvê-los. Desta forma, os grandes bancos devem ser beneficiados, em detrimento dos pequenos, o que pode agravar a tendência já presente de consolidação bancária. Distorções também podem ser criadas para os tomadores de recursos. Os tomadores de primeira linha, sejam

soberanos, bancos ou corporações, devem sentir melhorias nas condições de acesso aos recursos, e o oposto deve ocorrer com os tomadores mais arriscados. Esta tendência tende a se exacerbar com a intensificação do uso dos modelos internos de avaliação de risco.

A disseminação do uso de métodos internos de avaliação de risco pressupõe a necessidade de autoridades supervisoras atuantes. Neste sentido foi montado o segundo pilar, que trata do papel a ser desempenhado pela autoridade supervisora. À autoridade cabe o papel de: i) avaliar os métodos internos de avaliação de risco; ii) aumentar as exigências se achar necessário; e iii) atuar de forma preventiva de forma a evitar que a taxa de capital caia abaixo do limite mínimo. Deste modo, às autoridades reguladoras/supervisoras cabe cumprir sua função primordial de garantir a saúde e solidez do sistema financeiro através da avaliação e acompanhamento dos métodos internos desenvolvidos e implementados pelos bancos. Este formato de atuação das autoridades fragiliza sua capacidade de mediação da relação entre a busca pela eficiência micro e a garantia da estabilidade macro, paradoxo sempre presente nas relações capitalistas, e de forma mais importante nos mercados financeiros .

Além disto, a despeito de ocupar lugar importante no esquema proposto, o processo de revisão da supervisão parece estar colocado muito mais em nível indicativo do que impositivo. Isto dá margem para atuação discricionária das autoridades, assim como para diferenciação na atuação das autoridades dos diferentes mercados domésticos, possibilitando maior nível de diferenciação competitiva entre as instituições operantes nos diferentes mercados financeiros.

O Comitê destaca que a disciplina de mercado, que substancia o terceiro pilar, deve atuar no sentido de reforçar os requerimentos de capital e o processo de supervisão da fiscalização. Vem a responder à demanda do mercado por maior transparência das operações, assim como ao instrumental analítico que vê na existência de assimetrias de informações uma das causas básicas para a existência de ineficiências nos mercados. De qualquer forma, há que se ressaltar que se mais informações podem contribuir para melhorias na eficiência micro, nem sempre o fazem necessariamente para a estabilidade macro, dada a possível conexão e até mesmo confusão entre o que seriam efetivamente informações ou opiniões e expectativas.

Isto posto, a lógica central do Novo Acordo proposto é a adequação do comportamento dos bancos ao perfil de riscos assumidos. Espera-se dos bancos a adoção de comportamentos mais prudentes e cautelosos, através da avaliação metódica e eficiente dos riscos assumidos e da adequação dos requerimentos de capital a estes riscos. Desta forma, espera-se que a busca pela eficiência micro, no sentido de atenuação dos riscos de insolvência das instituições através da adequação de capital, deva levar à estabilidade macroeconômica. No entanto, o funcionamento desta lógica nem sempre é garantido.

Entre as críticas tecidas por diferentes autores e destacadas na seção 4.6, é importante lembrar algumas, tendo em vista o objetivo de avaliar se este novo formato é capaz de garantir a saúde e solidez do sistema, função principal da regulamentação bancária. Primeiro, a base da proposta de Novo Acordo é o uso das avaliações externas e dos modelos internos de avaliação de risco para o cálculo da adequação de capital necessária aos riscos assumidos pelos bancos. Sendo assim, para o funcionamento adequado deste aparato de regulamentação é vital a acurácia das avaliações dos modelos internos e das agências externas, o que pode, como discutido, mostrar-se problemática. Segundo, o Novo Acordo deve exacerbar os movimentos cíclicos das economias, o que pode contribuir para o agravamento de situações de crise. E por fim, o caminho entre a eficiência microeconômica e estabilidade macroeconômica não é tão direto como suposto pela lógica do Novo Acordo. Há que se ressaltar que esta avaliação será retomada nas conclusões.

É importante lembrar que esta discussão tem sido realizada a partir de uma proposta de Novo Acordo, já em segunda versão, apresentada pelo Comitê da Basileia. A transformação da proposta em Acordo efetivo é iminente e, a despeito de possíveis modificações na margem, o sentido das mudanças já está colocado. No Acordo de 1988 já se fazia presente a incorporação do comportamento dos bancos no esquema regulamentário. O Novo Acordo confirma esta tendência, promovendo a aproximação das regras estabelecidas às práticas do mercado.

Conclusões

Curiosamente, as preocupações com a regulamentação bancária só surgem em situações de crise, ou ao menos de aumento da instabilidade financeira. Os acontecimentos das últimas duas décadas comprovam tal argumento. As discussões mais relevantes em torno da estrutura dos sistemas de regulamentação ocorreram diante de momentos de fragilização dos sistemas financeiros. As negociações em torno do Acordo de 1988 foram estimuladas pela fragilização dos bancos diante da crise da dívida do início dos oitentas. As discussões em torno de um Novo Acordo da Basileia, se por um lado respondem aos anseios das instituições bancárias e reguladoras, por outro foram fortemente estimuladas pela instabilidade causada pelos problemas com o LTCM na segunda metade dos noventas.

A explicação para esta ligação deve estar associada às funções básicas dos esquemas de regulação, quais sejam, a necessidade de proteção ao depositante e, em especial, a necessidade de garantir a saúde e solidez do sistema. Os mercados financeiros apresentam especificidades que os tornam inerentemente instáveis. Estas especificidades podem ser explicadas a partir de diferentes caminhos. A função transformação e a possibilidade de ocorrência de corridas bancárias. A existência de assimetrias de informações que justificam a presença de ineficiências nos mercados. A presença de risco sistêmico, seja ela explicada pelas assimetrias de informações e falhas de coordenação, ou através da incerteza ontológica e comportamento convencional.

Cabe à regulamentação bancária a mediação de duas lógicas distintas, que podem mostrar-se paradoxais: a lógica dos agentes individuais, de contínua procura por ganhos, chamada por alguns de eficiência microeconômica; e a lógica da estabilidade macroeconômica. Algumas linhas de pensamento, tal como a novo-keynesiana, acreditam que a busca pela eficiência micro leva à estabilidade macro. Linhas de pensamento heterodoxas, como a pós-keynesiana, não compartilham da mesma linha de argumentação, acreditando que a estabilidade macro só pode ser assegurada por outros meios e instrumentos de intervenção. Estas diferenças dão vazão a posturas distintas quanto a como deve a regulamentação ser estruturada.

A estrutura dos Acordos negociados no âmbito do Comitê da Basileia, baseada no sistema de requerimentos mínimos de capital, parece ser permeada pela idéia de que a eficiência microeconômica leva à estabilidade macroeconômica. E parece que essa idéia foi sendo absorvida de forma gradual. O esquema do Acordo de 1988 coloca, no centro do arcabouço regulamentário, os requerimentos mínimos para adequação de capital, sendo o cálculo das taxas de capital realizado a partir de um sistema de ponderações de risco fixas. Ressalte-se que a idéia por trás de tal mecanismo, é que os agentes devem adequar seu capital aos riscos assumidos, ou de outra forma, assumir riscos a partir de sua capacidade de manutenção de capital. Ao aceitar e estimular o uso de avaliações de risco feitas por instituições privadas, sejam elas agências externas ou os próprios bancos, o esquema proposto pelo Novo Acordo traz a lógica dos agentes de mercado para dentro da estrutura regulamentária. Desta forma, o modelo proposto pelo Novo Acordo parte da confiança na eficiência do comportamento dos bancos, os agentes de mercado relevantes. Estes estariam mais qualificados para entender e administrar seus riscos e decidir qual o montante de capital a ser mantido diante dos riscos assumidos.

Este novo formato da regulamentação bancária vem ao encontro dos interesses das instituições financeiras, que procuram maior liberdade de atuação, e dos anseios das autoridades reguladoras. Estes anseios remontam à percepção de que a imposição de regras que limitam a atuação das instituições tende a estimular a implementação de inovações que as tornem inoperantes.

A grande questão que se coloca é se este novo formato da regulamentação vem a cumprir sua função primordial que é garantir a saúde e solidez do sistema ou, de outra forma, se atenua a possibilidade das ocorrências de crises sistêmicas. Tal questão pode ser pensada a partir do instrumental analítico discutido pelo presente trabalho.

A análise da função transformação dos bancos mostra que, dadas as peculiaridades do funcionamento dos mercados bancários, problemas de liquidez podem se transformar em insolvência. Os requerimentos mínimos de capital, instrumento central dos Acordos da Basileia, procuram detectar e prevenir problemas de insolvência, mas não lidam com a iliquidez. Desta forma, as possibilidades de corridas, contágio e problemas sistêmicos

podem ser minimizadas, mas não totalmente eliminadas, uma vez que os requerimentos mínimos não previnem contra a composição de comportamentos miméticos.

A maior preocupação com a obrigatoriedade de abertura de informações explicitada no pilar 3, que trata da disciplina de mercado, de alguma forma responde à presença de assimetrias de informação. No entanto, convém lembrar que, pelo menos na proposta de 2001, este pilar tem sido colocado mais no sentido indicativo do que impositivo. Além disto, há que se considerar que o uso de modelos internos de avaliação de risco pode implicar maior opacidade da situação dos bancos e, desta forma, gerar novas assimetrias de informações.

A necessidade de adequação do capital ao perfil de riscos assumidos, a “supervisão revisora” e a disciplina de mercado são instrumentos que atuam no sentido de prevenir a ocorrência de crises financeiras. Deste modo, podem atenuar a possibilidade de crises, possibilidade esta sempre presente em ambientes econômicos marcados pela incerteza. No entanto, em situações nas quais mutações do estado econômico levam à gestação de crises a partir da exacerbação da incerteza, somente a atuação do EUI é capaz de garantir a solidez do sistema. Isto porque os instrumentos que consubstanciam os Acordos atuam no sentido de prevenir crises, mas não de solucioná-las.

O Acordo de 1988 inovou ao trazer o comportamento dos bancos para dentro do centro do esquema regulamentário e ao possibilitar a harmonização das regras em nível internacional. A proposta do Novo Acordo é inovadora ao aproximar a regulamentação das práticas do mercado, no sentido em que isto viabiliza a construção de um sistema de regras efetivamente viável diante das possibilidades sempre presentes de inovações financeiras e de arbitragem por parte dos agentes. Neste sentido, apresenta mecanismos mais acurados do que o Acordo de 1988.

O Acordo de 1988 e a proposta do Novo Acordo apresentam a mesma lógica, qual seja, a prevenção de crises financeiras. Certamente a implementação do Acordo vigente contribuiu, assim como o Novo Acordo o fará, para a diminuição da possibilidade de ocorrência de crises de maiores proporções, o que não significa dizer que isto sempre ocorrerá. Os sistemas financeiros são inerentemente instáveis, existindo situações em que, a despeito de todo o aparato de instrumentos desenvolvidos, crises são deflagradas. Nestes

momentos, instrumentos que possibilitem a solução das crises são essenciais. Sendo assim, é possível afirmar que se o novo esquema regulamentário vier a ser efetivamente implementado da forma como proposto, pode diminuir o risco de crises sistêmicas, mas não pode evitá-las totalmente. Convém destacar que a implementação efetiva do novo esquema implica a necessidade de: elevada adesão dos bancos, atuação séria e eficiente das agências classificadoras de risco, continuado desenvolvimento e implementação de modelos internos de avaliação de risco e alta qualidade dos mecanismos de supervisão bancária. Em momentos de rupturas financeiras a atuação *ad hoc*, rápida e incisiva do emprestador em última instância é imprescindível para a garantia da saúde e solidez do sistema. Desta forma, apesar das importantes mudanças no formato da regulamentação bancária, em última instância, a estabilidade dos mercados financeiros continuará dependendo da maestria e oportunismo da atuação dos bancos centrais em momentos de crise.

Bibliografia

- Aglietta, M. (1992). *Comportement Bancaire et Risque de Systeme*. Paris : Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Document de Travail n.92-02, (mai 1992).
- (1995 a) . *Macroéconomie Financière*. Paris : Éditions la Découverte.
- (1995 b). Globalización Financiera, Riesgo Sistémico y Control Monetario en los Países de la OCDE. *Pensamiento Iberoamericano – Revista de Economía Política* n. 27, (enero junio 1995); p.19-40.
- (1998). Lidando com o Risco Sistémico. *Economia e Sociedade*, Campinas (11): 1-32.
- Allen, R. (1994). *Financial Crises and Recession in the Global Economy*. Hants : Edward Elgar, (cap. 1)
- Baer, M. (1993). *O Desajuste Financeiro e as Dificuldades de Financiamento do Setor Público Brasileiro nos Anos 80*. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia-UNICAMP.
- Bagehot, W. (1906). *Lombard Street : a Description of the Money Market*. London : Kegan, Trench, Truber & Co, 1906.
- Bhatattacharia, S. et all. (1998). The Economics of Bank Regulation. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30 n.4 (november 1998).
- BCBS (1988). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision.
- (1996a). *Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 1996).
-(1996b). *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision.
- (1999a). *Capital Requirement and Bank Behaviour: the Impact of the Basle Accord*. Basle: BCBS/Working Paper n.1, (april 1999).
- (1999b). *A New Capital Adequacy Framework*. Basle Committee Publications n. 50, (june1999)

- (2000). *History of the Basle Committee and its Membership*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision.
- (2001a). *The New Basle Accord*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001b). *Overview of the New Basle Capital Accord*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001c). *The New Basle Accord: an Explanatory Note*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001d). *The Standardised Approach to Credit Risk*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001e). *The Internal Ratings-Based Approach to Credit Risk* Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001f). *Pillar 2 (Supervisory Review Process)*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001g). *Pillar 3 (Market Discipline)*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001h). *Asset Securitization*. Basle. Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001i). *Operacional Risk Basle*. Basle Committee on Banking Supervision, (january 2001).
- (2001j). *Working Paper on Pillar 3 – Market Discipline*. Basle: Basle Committee on Banking Supervision, (september 2001).
- BIS (1999a). *Bank's Interactions with High Leverage Institutions*. Basle, (january 1999).
- (1999b). *BIS 69th Annual Report*. Basle, (june 1999)
- (2001a). *The Costs and Benefits of Moral Suasion : Evidence from the Rescue of LTCM*. Basle: BIS Working Papers n. 103 (August/2001)
- BIS. *The Maturity, Sectoral and Distribution of International Bank Lending*, vários números
- BIS. *Consolidated Financial Statistics*, vários números.
- Belluzzo, L.G.M. (1995). *O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados*. Campinas, *Economia e Sociedade*, (junho 95).
- Bondi, R. at all (1999). *Supervisory Lessons to be Drawn from the Asian Crisis*. Basle : *BCBS Working Papers* n.2 (june 1999).

- Braga, J.C.. Alemanha : império, barbárie e capitalismo avançado. In: Fiori, J. L. (org.), *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Rio de Janeiro : Vozes, 1999; p. 203-219.
- Canuto, O. & Lima, G.(1999). *Desdobramentos da Globalização Financeira: Regulamentação Substantiva e Procedimental*. Campinas, mimeo.
- (2001). *Basiléia 2 : da Regulação Substantiva à Regulação Procedimental*. Campinas, mimeo.
- Canuto, O. & Meirelles, J. (2001). *Basiléia II e as Economias Emergentes*. Instituto de Pesquisas Econômicas/USP, Programa de Seminários Acadêmicos, Seminário n. 18/2001.
- Cintra, M.A & Freitas, M.C. (1998). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros : Um Estudo Comparado*. São Paulo : FUNDAP/FAPESP.
- Dale, R. (1996). *Regulating the New Financial Markets*. Brighton, mimeo.
- Davidson, P. (1995). Uncertainty in Economics. In: Dow, S. & Hillard, J. (ed.), *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Hants : Edward Elgar; p. 107-116.
- Davis, E. P (1995). *Debt Financial Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Oxford University Press.
- De Nederlandsche Bank (2001). Towards a New Basel Capital Accord. *DNB Quarterly Bulletin*, (march 2001).
- Dewatripont, M. & Tirole, J. (1993). *The Prudential Regulation of Banks*. Massachusetts : MIT.
- Diamond, D. W. e Dybvig, P. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, vol. 91, n.3 (june 1983).
- Dow, S. (1995). Uncertainty about Uncertainty. In: Dow, S. & Hillard, J. (ed.), *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Hants : Edward Elgar; p. 117-127.
- Dymsky, G. (1993). Keynesian Uncertainty and Asymmetric Information: complementary or contradictory ? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.16, n. 1.(Fall 1993)
- Economist, The (1999). *Fórum Econômico Mundial: Feridas da Globalização em Davos*. Ministério das Relações Exteriores, Relatório Especial n.016/99
- Edwards, F. (1996). *Can Regulatory Reform Prevent the Impending Disaster in Financial Markets?* mimeo

- Ees, H.V. & Garretsen H. (1993). Financial Markets and the Complementarity of Assymetric Information and Fundamental Uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.16, n. 1, (Fall 1993).
- Eichengreen, B. & Mathielson, D. (1998). Hedge Funds and Financial Markets : Implications for Policy. *IMF Occasional Paper* n.166, 1998; p. 2-26.
- Fazzari, S. & Variato, A. (1994). Assimetric Information and Keynesian Theories of Investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 16, n.3, (Spring 1990).
- Fontana G. (2000). Post Keynesians and Circuitists on Money and Uncertainty : an Attempte at Generality. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.23, n.1, (Fall 2000).
- Ferreira, C. & Freitas, M.C. (1990). "Mercado internacional de crédito e inovações financeiras", São Paulo, IESP/FUNDAP, *Estudos de Economia do Setor Público*, No. 1, janeiro.
- Freitas, M.C. (1997). A Natureza Particular da Concorrência Bancária e seus Efeitos sobre a Estabilidade Financeira. Campinas, *Economia e Sociedade*, (junho 1997); p.51-84.
- Freitas, M.C. & Prates, D. (1998). Abertura Financeira na América Latina : as Experiências da Argentina, Brasil e México. Campinas, *Economia e Sociedade*, (dezembro 1998); p.173 –198.
- Gowland, D. (1991). *The Regulation of Financial Markets in the 1990's*. Hants : Edward Elgar.
- Goodhart, C. (1991). Are Central Banks Necessary ? In : Capie, F. & Pepper, G. (ed.), *Unregulated Banking : Chaos or Order ?* New York : St. Martin's Press.
- (1995). *Some Regulatory Concerns*. London School of Economics, Financial Markets Group.
- (1996). *An Incentive Structure for Financial Regulation*. London School of Economics, Financial Markets Group.
- Griffith-Jones, S. (2000). *Developing Countries and the New Financial Architecture*, mimeo.

- Griffith-Jones, S. & Spratt, S. (2001). *Will the Proposed New Basle Accord Have a Net Negative Effect on Developing Countries ?* Brighton, University of Sussex, Institute of Development Studies.
- Guttman, R. (1989). Current Issues in Money and Banking. In: *Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Flux*. Armonk: M.E.Sharpe, 1989. p.3-25.
- Hall, M.J.. The Basle Capital Adequacy "Rules" : a Critique. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 169, (june 1989).
- (1995) The Measurement and Assessment of Market Risk : a Comparison of the European Commission and Basle Committee Approaches. *BNL Quarterly Review*, n.194, (september 1995).
- (1996) Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks. *BNL Quarterly Review*, n.197, (june 1996).
- Herring, R. & Litan, Robert (1995). *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington D.C. : The Brookings Institution.
- IMF (1993). *World Economic Outlook*, (october 1993).
- (1998). *World Economic and Financial Surveys : Toward a Framework for Financial Stability*.
- (1999). *World Economic Outlook*, (may 1999).
- (2000) Macprudential Indicators of Financial System Soundness. *IMF Occasional Paper* n. 192, (april 2000).
- Jackson, P. et al (1999). Credit Risk Modelling. *Financial Stability Review*, (june 1999)
- (2001). Bank Capital Standards : The New Basle Accord. *Bank of England Quarterly Bulletin*, (spring 2001); p.55-63.
- Kapstein, E.B.. Supervising International Banks : Origins and Implications of the Basle Accord. Princeton University, *Essays in International Finance* n. 185, (december 1991)
- Keynes, J.M. (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural (Coleção Os Economistas), 1988.
- Labrecque, T. (1998). Risk Management : one Institutions's Experience. *FRBNY Economic Policy Review*, (october 1998), p.237-240.

- Lima, L.A.O. Uma Reconsideração dos Fundamentos Microeconômicos da Macroeconomia. *Texto para discussão n. 70*, série Economia das Empresas EASP/FGV, (outubro 1998).
- Lopez, J. (1998). Methods for Evaluating Value-at-Risk Estimates. *FRBNY Economic Policy Review*, (october 1998); p.119-124.
- Maia, G. V. (1996). *Risco de Crédito e Regulamentação e Supervisão Bancária* : uma Análise do Acordo da Basiléia. Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp.
- Meyer, L. (1999) Lessons from the Asian Crises : A Central Banker's Perspective. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper n. 276*, april 1999.
- (2001a). *Basel II – Moving from Concept to Implementation*. Discurso realizado no Bank Administration Institute's Conference on Risk Management, NY, Outubro de 2001. Disponível no site do BIS. (www.bis.org)
- (2001b). *The New Basle Accord : Challenges for Banks and their Supervisors*. Discurso realizado no Risk Management Association's Conference on Capital Management, Washington D.C. Maio de 2001. Disponível no site do BIS. (www.bis.org)
- Moffit, M. (1984). *O Dinheiro no Mundo*. Rio de Janeiro : Paz e Terra.
- Moody's Investors Services (2001a). *The New Basle Accord : Towards a Safer Banking Landscape, but Smaller Banks could be at a Disadvantage*. Global Credit Research. Special Comment, january 2001.
-(2001b). *The Thuth about Bank Credit Risk*. Global Credit Research. Special Comment, march 2001.
- (2001c). *Comment on the Second Consultative Package of the New Basle Capital Accord*. Global Credit Research. Special Comment, may 2001.
- Neal, P. (1996). Keynesian Uncertainty in Credit Markets. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.18, n. 3, (Spring 1996).
- Ocampo, J.A. (2000a). *Recasting the International Financial Agenda*. Cepal/ ECLAC, United Nations, (november 2000).
- Ocampo, J.A. (2000b). *Developing Countries' Anti-cyclical Policies in a Globalized World*. Santiago: Cepal/ECLAC, Serie Temas de Conytura, n.13, (november 2000).

- OECD (2001). *Financial Statistics Monthly*, vários números.
- Palley, T. Uncertainty, Expectations, and the Future : if we don't know the answers, what are the questions ? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.16, n. 1, (Fall 1993).
- Plihon, D. (1995). A Ascensão das Finanças Especulativas. Campinas, *Economia e Sociedade*, (dezembro 1995)
- Prast H.M. & Bondt, G.J.. Bank Capital Ratios in the 1990s : Cross-Country Evidence. *BNL Quarterly Review*, n. 212, (march 2000).
- Rotheim, R. (1995). Keynes on Uncertainty and Individual Behaviour within a Theory of Effectiv Demand. In: Dow, S. & Hillard, J. (ed.), *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Hants : Edward Elgar; p.161-176.
- Santos, J.C. (2000). Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory : a Review of the Literature. Basle : *BIS Working Papers* n. 90, (september 2000).
- Shull, B. The Limits of Prudencial Supervision : Economic Probelms, Institutional Failure and Competence. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* 88.
- Stiglitz, J. & Weiss, A.(1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In : Mankiw , N. & Romer, D. (edi.), *New Keynesian Economics : Coodination Failures and Real Rigidities*. Cambridge: MIT Press, 1991; p. 247-277.
- Stiglitz, J. (1993). The Role of the State in the Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Developing Economics*.
- Tietmeyer, H.(1999). *Speech at the Conference Systematic Risk and Lender of Last Resort Facilities*. Frankfurt : Center for Financial Studies.
- Todd, W. (1998) Financial Problems of a Large Hedge Fund. Financial Markets Center, *FOMC Alert*, vol.2, (december 1998).
- Trichet, J.C.(2001). *Preserving Financial Stability in na Increasingly Globalised World*. Speech at the European Financial Markets Convention, Paris, June/2001.
- Tsatsaronis, K. (2000). Special Features : Hedge Funds. *BIS Quarterly Review*, (november 2000); p. 61-71.
- Van't dack, J. (1998). Administrando um Sistema Financeiro Crescentemente Global : Um Panorama de Temas Seleccionados. Campinas, *Economia e Sociedade*, (11): 33-72.
- White, W.R. (2000). What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses ? *Basle : BIS Working Papers* n.84 (january 2000)

Wilson, T. (1998). Portfolio Credit Risk. *FRBNY Economic Policy Review*, (october 1998); p. 71-82.

Wolfson, M.H.. A Post Keynesian Theory of Credit Rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.18, n. 3, (Spring 1996).

World Bank (2001). *Global Development Finance* : Trends in Private Capital Flows.

Apêndice

Os Hedge Funds

No bojo de vários dos distúrbios financeiros observados nos anos 90s encontravam-se as instituições altamente alavancadas (HLI), e entre estas destacaram-se os *hedge funds*. Este fundos apresentam como principal fundamento a identificação de desajustes nos preços de diferentes ativos, tais como taxas de câmbio, de juros ou de *commodities*, entre outros, entendidos como insustentáveis, o que abre espaço para possíveis ganhos no processo de correção inevitável dos preços. Entre as especificidades destes fundos destacam-se a estratégia e a elevada flexibilidade na montagem de suas carteiras. A lógica desta montagem seria a neutralização dos efeitos de movimentos amplos do mercado, a ser obtida através da combinação de posições de curto e longo prazos com alavancagem. Assim a origem do termo *hedge* estaria no tipo de estratégia básica utilizada na composição das carteiras destes fundos. O elevado grau de flexibilidade na escolha de ativos, assim como de passivos, para a composição das carteiras está diretamente relacionada ao formato legal e à organização espacial e acionária, ou seja, o formato organizacional assumido por estes viabiliza comportamento mais agressivo. De forma a contornar restrições legais e/ou tributárias, a montagem destes fundos é realizada em mercados *off-shore* ou com número limitado de acionistas. Assim, os administradores destes fundos têm acesso a amplo espectro de operações e técnicas de investimento, como assumir posições no curto prazo, negociar derivativos e operar com alavancagem. Este fundos foram assim descritos por Chadha & Jansen ,

Hedge funds são agora melhor descritos como pools ecléticos de capital criados como parcerias limitadas de investimentos privados, com esquema de compensação baseado na performance para parceiros principais e administradores que são livre para usar uma variedade de técnicas de investimento e alavancagem de forma a elevar retornos e minimizar riscos. (1998; p.28)

As taxas de administração são, em geral, sensíveis à performance do fundo, de forma a incentivar o comportamento de seus gestores. A própria estrutura de taxas de administração pode conter um esquema de montagem de provisões pelos administradores antes que estes recebam taxas mais amplas de incentivo. Os movimentos de retiradas de recursos destes fundos pelos acionistas costumam estar sujeitos a restrições, de forma a minimizar os

requerimentos de liquidez de tal instrumento¹⁵⁸. Segundo (Tsatsaronis, 2000), as limitações também se colocam ao tamanho do fundo, não só em função de questões legais, como também de estratégicas. A flexibilidade necessária ao tipo de atuação destes fundos poderia ser inviabilizada pelo peso de grandes carteiras.

A despeito da estratégia utilizada da montagem destes fundos remontar ao final da década de 40, estes cresceram, quantitativa e qualitativamente, de forma exponencial nos últimos 15 anos¹⁵⁹. Isto porque neste período colocavam-se condições que possibilitaram seu pleno desenvolvimento. Entre estas podem ser destacadas as transformações sofridas pelos mercados financeiros nesta década e na anterior, assim como crescimento e aprofundamento destes, além da amplitude dos processos de liberalização financeira e da tendência a movimentos globais. Somando-se a este contexto podem-se destacar os efeitos do rápido desenvolvimento da tecnologia financeira sobre estes mercados. Na verdade, agentes participantes do mercado vêem o crescimento dos *hedge funds* como resultado natural da evolução dos mercados financeiros, uma vez que investidores individuais e institucionais passam a buscar uma maior diversificação na montagem de suas carteiras. O crescimento da base de clientes estimula a conformação de novos fundos por administradores individuais, bancos de investimento, entre outras instituições (Eichengreen, 1998).

Na grande maioria dos sistemas financeiros domésticos, estes fundos não estão sujeitos ao mesmo nível de requerimentos de abertura de informações que os fundos mútuos, o que dificulta o levantamento do número e volume de ativos negociados por aqueles, além do do nível de alavancagem adotado. As informações disponíveis são disponibilizadas por

¹⁵⁸ O tempo necessário para o aviso de retiradas pode variar entre 30 dias, para fundos que operem em prazos mais curtos, e 3 anos.

¹⁵⁹ O primeiro *hedge fund* foi montado nos Estados Unidos em 1949 por um sociólogo e jornalista econômico, Alfred Winslow Jones. A idéia que permeava a administração daquela carteira, que acabou sendo disseminada como os *hedge funds*, era a combinação de vendas no curto prazo (*short selling*) e posições alavancadas de forma a limitar os riscos de mercado envolvidos nos dois tipos de operações. O *short selling* seria a venda de ativos emprestados na expectativa de que o preço declinaria no momento do repagamento, possibilitando ganhos de capital para o vendedor. A lógica da combinação destes dois mecanismos, *short selling* e alavancagem, possibilitaria a montagem de um sistema de investimentos conservador. Apesar de mostrar-se altamente rentável, este tipo de fundo de investimento só ganhou notoriedade entre agentes do mercado após a publicação de artigo na *Fortune* em 1966, que alardeava suas vantagens. (Tsatsaronis, 2000; Chadha & Jansen 1998; Eichengreen, 1998)

agências especializadas no fornecimentos de informações financeiras (*vendors*)¹⁶⁰, sendo compiladas a partir da reportagem voluntária dos dados pelos administradores de fundos, ou seja, não são baseadas em abertura pública de informações, o que em si já pode implicar viés dos dados. O levantamento e a manipulação das informações acerca destes fundos explicita a importante questão da linha divisória entre estes e outros tipos de investidores institucionais, e até mesmo mesas de operações de grandes bancos comerciais e de investimento. O conceito de *hedge funds* utilizado para o levantamento das informações varia entre as diferentes agências, resultando em estimativas diferentes acerca do tamanho do mercado¹⁶¹. O argumento utilizado por Kondres para justificar as explícitas dificuldades de conceituação de *hedge funds* é a ampla variedade de estratégias assumidas por estes. Apesar destas limitações metodológicas, estimativas podem ser realizadas a partir dos fundos associados a bancos comerciais, estes sim sujeitos à abertura de informações. Estas estimativas levam à indicação da existência de algo entre 2500 e 5000 fundos, com ativos entre US\$ 200 e 300 bilhões de dólares. Entre estes, a média de ativos por fundo era de US\$ 100 milhões, mais de 50% destes tinham ativos menores do que US\$ 25 milhões e somente 32 apresentavam ativos de mais de US\$ 1 bilhão¹⁶².

Entre os instrumentos mais utilizados pelos *hedge funds* encontram-se os negociados em mercados *spot* e *cash*, contratos futuros, a termo e *swaps*, e por fim opções. As operações realizadas nos mercados *spot* e *cash* primam por apresentarem menor nível de complexidade, sendo os instrumentos mais utilizados os contratos de moeda estrangeira à vista, de renda fixa e ações. Já os instrumentos negociados em mercados futuros e a termo são amplamente utilizados por estes fundos, uma vez que possibilitam a tomada de posições diante de movimentos dos mercados *spot* e *cash*, sem no entanto terem que manter posições nestes. Entre estes instrumentos destaca-se o uso de contratos a termo de moedas, futuros e *swaps* de renda fixa e índices de ações¹⁶³.

¹⁶⁰ Entre os quais destacam-se o Managed Account Reports Inc. (Mar/Hedge), sendo este o provedor de informações mais utilizadas em trabalhos acadêmicos, *Hedge Funds Research* (HTR) e *Van Hedge Fund Advisors* (VHFA)

¹⁶¹ Maiores informações acerca das diferentes conceitos de *hedge funds* utilizados pelos *vendors* podem ser encontradas em Chadha & Jansen (1998; p.28)

¹⁶² Estes dados são de 1998, que dada a evolução do mercado devem ser valores de pico. A compilação foi feita pelo autor a partir das informações geradas por bancos comerciais (Tsatsaronis, 2000, p. 62).

¹⁶³ Para maiores detalhes acerca dos instrumentos utilizados na montagem de carteiras destes fundos ver Kondres, 1998.

Dentro da lógica que permeia a montagem das carteiras destes fundos é possível agrupar a ampla variedade de estratégias adotadas em dois grandes grupos, mais conhecidas como estilos de investimento, o que não implica a ocorrência de grandes variações dentro de cada grupo (Tsatsaronis, 2000; Kodres, 1998). Isto porque, como já discutido, estes fundos têm grande flexibilidade na escolha de técnicas e instrumentos a serem utilizados, tendo em vista seu objetivo mais geral, “... *produzir lucros para si e para seus investidores.*” (Kodres, 1998; p.42)¹⁶⁴. No primeiro tipo, no qual encontram-se os fundos *global macro*, destaca-se a adoção de posições em direção a expectativas de subida ou descida de preços de ativos específicos, ou seja, aposta-se que a relação observada entre os preços dos ativos não seja sustentável¹⁶⁵. Sendo assim, utilizam modelos que partem de informações sobre os fundamentos das diferentes economias. Estes são os fundos que, em geral, buscam realizar lucros diante da percepção de incongruências de políticas macroeconômicas, procurando identificar eventos, ou tipos de evento, que possam ocasionar movimentos ou tendências. Para tal, procuram combinar a discutida percepção de desajustes dos preços de ativos e a compreensão da psicologia do mercado¹⁶⁶. Tendo em vista as características das operações realizadas por estes fundos, a administração de riscos é fundamental e, em geral, realizada de forma integrada; dada a evolução da tecnologia para manipulação de grande volume de dados, a montagem de diferentes cenários e situações de estresse é técnica cada vez mais utilizada. Além disto, restrições a algumas operações e limites de *exposure* são colocados pelos administradores. As decisões acerca das características e volumes da alavancagem são tomadas tendo em vista o nível de risco dos instrumentos transacionados pelo fundo¹⁶⁷. (Kodres, 1998)

¹⁶⁴ Esta classificação tem como seu maior objetivo ajudar os investidores a entenderem melhor as estratégias adotadas pelos fundos no processo de geração de lucros. Kodres destaca um terceiro grupo de fundos que agrega todo o “resto”, ou seja, fundos que incluam setores individuais e estratégias especiais e não se encaixem nos grupos anteriores.

¹⁶⁵ Segundo Eichengreen (1998), os fundos que adotam este tipo de lógica ou estilo não costumam operar de maneira intensa em economias emergentes, salvo em algumas situações sob circunstâncias especiais, quando estes fundos concentram recursos em alguns mercados em particular. Este comportamento reflete os riscos da concentração de apostas, e os custos de operar e liquidar posições em pequenos mercados como os emergentes.

¹⁶⁶ Um dos principais espaços de atuação dos fundos que adotam tais estratégias são os mercados de câmbio. Em especial em economias que adotam regime de câmbio fixo com relação ao dólar, a despeito de não apresentarem variáveis fundamentais que o justifiquem.

¹⁶⁷ Maiores informações acerca das várias estratégias adotadas, decisões quanto à alavancagem e administração encontram-se apresentadas em Kodres, 1998.

A lógica principal do segundo grupo de fundos é a percepção e a exploração de desalinhamentos entre os preços de diferentes ativos, desajustes estes entendidos como temporários, potencializando ganhos com arbitragem. Em geral, estes fundos partem de modelos analíticos que avaliam diferentes instrumentos e procuram as várias e possíveis discrepâncias entre os preços estimados pelo modelo e os observados no mercado, verificando assim a possibilidade de lucros. Isto posto, o elemento central desta estratégia é a combinação de dois tipos de transação: compra do ativo subvalorizado e venda do ativo sobrevalorizado. Assim são montadas carteiras que misturam posições de curto e longo prazo de papéis parecidos, na expectativa de que ocorra um realinhamento dos preços destes¹⁶⁸. Em geral, a amplitude dos desalinhamentos de preços não se apresenta muito grande, o que estimula o uso de posições alavancadas de forma a aumentar a rentabilidade resultante deste tipo de operações. Entre os fundos que utilizam-se desta lógica destacam-se os “*Market Neutral*” e “*Relative Value Arbitrage*”. (Tsatsaronis, 2000; Kodres, 1998)

Como qualquer outro instrumento financeiro, o posicionamento dos *hedge funds* procura balizar a relação rentabilidade/risco. No entanto, esta questão ganha contornos mais expressivos quando se considera que estes fundos procuram realizar ganhos mais elevados do que outros instrumentos financeiros. Sendo assim, a avaliação dos riscos é elemento fundamental na montagem de suas carteiras, em especial dos fundos que se utilizam fortemente da arbitragem. Entre os mais relevantes destacam-se os riscos de mercado, riscos de liquidez e riscos de financiamento e *timing* de posições. A necessidade de avaliar e se posicionar diante dos riscos de mercado faz com que estes fundos utilizem-se de instrumentos sofisticados e complexos de mensuração e monitoramento dos riscos, como pode ser observado a partir de Kondres,

Alguns dos grandes *hedge funds* têm modelos *value-at-risk* diários que calculam o montante de dinheiro que o fundo poderia perder se assumisse uma certa distribuição de retornos de instrumentos mantidos pelo fundo e uma probabilidade preestabelecida de perda. (1998; p.45)

Ao lado do risco de mercado, o de liquidez ocupa papel central para os fundos que procuram rentabilidade através de operações de arbitragem. As decisões de tomada de

¹⁶⁸ Uma discussão mais aprofundada de diferentes estratégias de arbitragem é apresentada por Kodres (1998; p.43-45). Entre estas são descritas operações com títulos do tesouro norte-americano e de grandes corporações norte-americanas ou entre bônus de diferentes economias emergentes, ou seja, a essência da arbitragem disposta sobre a qualidade de crédito dos ativos.

posições têm como um dos parâmetros essenciais a liquidez dos mercados, de forma que posições de entrada de saída dos mercados podem ser assumidas sem que impliquem ruptura de preços, a não ser que este seja o objetivo do fundo. Sendo assim, em geral os fundos com este tipo de estratégia costumam operar em grandes mercados.

Ao longo da década de 90 observou-se um forte crescimento dos *hedge funds* voltados para operações nos mercados emergentes. Na grande maioria dos casos, as carteiras destes fundos são montadas a partir da percepção de sub-precificação de diferentes ativos, sejam ações ou títulos de dívidas emitidos no âmbito das economias emergentes. Se por um lado as transações nestes mercados são menos intensas em função do tamanho limitado e da iliquidez destes, por outro estas mesmas restrições potencializam a rentabilidade dos fundos, dada a menor eficiência na precificação dos ativos. Estes fundos geram mais preocupação no Grupo dos Trinta quanto ao risco de crédito. Isto seria explicado pelo ambiente no qual as posições são tomadas, onde em muitas situações há divergências entre as opiniões quanto a solvência da instituição ou empresa local. (Kondres, 1998)

O papel destes fundos na geração de risco para os mercados financeiros pode ser entendido a partir da alavancagem de suas posições, mecanismo este que potencializa o crescimento dos ganhos, assim como as perdas, destes fundos¹⁶⁹. A alavancagem é realizada através do uso de *securities* como colaterais e/ou empréstimos através da venda de *securities* com compromisso de recompra (*repo markets*). Levantamentos realizados por Tsatsaronis (2000) indicam que pelo menos 75% dos *hedge funds* operam alavancados, sendo que 25% dos fundos que operam com ações apresentam grau de alavancagem de pelo menos dez vezes, e 50% de três vezes. (ver dados apresentados no gráfico). Assim, adversidades na *performance* da carteira de um ou mais fundos pode gerar problemas para um grupo bem mais amplo de instituições, entre as quais destacam-se os bancos, inclusive os grandes e ativos internacionalmente¹⁷⁰. Ao lado da questão da alavancagem é importante destacar os efeitos do comportamento destes fundos sobre a integridade do mercado, ou seja, a capacidade de dominação ou manipulação de diferentes mercados. Em algumas situações,

¹⁶⁹ A alavancagem destes fundos é a relação entre o somatório das operações ativas e passivas do fundo pelo total de ativos administrados.

¹⁷⁰ Eichengreen (1998) afirma que o risco sistêmico gerado pelos *hedge funds* não se mostra como questão relevante, uma vez que a regulação existente acaba por minimizar este risco. Certamente esta afirmação não seria possível após o evento ocorrido com o LTCM, conforme será discutido adiante.

estes fundos têm forma suficiente para intervir e fazer com que o ajuste esperado dos preços dos ativos ocorra¹⁷¹. A despeito dos volumes operados pelos *hedge funds* não serem significativos diante dos volumes negociados internacionalmente, estes ocupam papel de importância relativa uma vez que podem estimular comportamento de amplificação da volatilidade dos mercados, seja através de movimentos próprios de venda de ativos, seja afetando o comportamento de outros agentes. (Eichengreen, 1998). Isto porque existe uma visão mitificada destes fundos, sendo seus administradores vistos como astutos por outros agentes do mercado, servindo seu comportamento como parâmetro para outros agentes. No entanto, este mesmo autor mostra-se céptico com autores ou agentes do mercado que acreditam que estes fundos apresentam-se sempre como líderes de mercado. Os argumentos que permeiam tal crítica são o limitado *staff* administrativo destes fundos, o que limita a capacidade de monitoração de diferentes mercados e o fato de ser a maioria dos fundos consumidores e não produtores de informações.

¹⁷¹ Este tipo de manipulação pode mostrar-se extremamente danosa para a dinâmica do mercado. Um caso típico a ser destacado seriam operações no âmbito de mercados de câmbio, que podem problematizar a execução da política macroeconômica das autoridades em questão.