

REDES DE SEGURANÇA FINANCEIRA E REGIMES DE *CURRENCY BOARD* EM ECONOMIAS EMERGENTES: O PARADIGMA ARGENTINO

Otaviano Canuto & Gilberto Tadeu Lima *

Introdução

O presente texto tem como objeto o modelo de redes de segurança financeira contido na proposta de regimes monetário-cambiais de *currency board* para as economias emergentes. Como ilustração, delinea-se a experiência recente na Argentina.

O trabalho está estruturado na seguinte forma. Depois de recuperarmos algumas observações recentes sobre as redes de segurança financeira enquanto instrumento para lidar com os riscos sistêmicos intrínsecos à atividade bancária, abordamos os aspectos micro e macroeconômicos mais ressaltados na literatura como principais determinantes das crises bancárias nas economias emergentes. Além da volatilidade macroeconômica, menção crescente tem sido feita às redes de segurança financeira presentes nestas economias, as quais estariam induzindo a comportamentos excessivos de risco moral (*moral hazard*) por parte de seus bancos.

Em seguida, tomando-se como referência a experiência com o *currency board* argentino, tenta-se evidenciar como este tipo de regime monetário-cambial configura, simultaneamente, tanto uma estratégia particular quanto à volatilidade macroeconômica, quanto uma modalidade particular de redes de segurança financeira, na qual supõe-se estrita disciplina fiscal, além de maior disciplina imposta pelos mercados sobre as instituições. Como conclusão do trabalho, observa-se que, além de conter um viés em favor de menores taxas de crescimento econômico, o regime de *currency board* não é generalizável a economias maiores.

*

Professores do Instituto de Economia da Unicamp [ocanuto@eco.unicamp.br; glima@eco.unicamp.br].

Riscos Sistêmicos e Redes de Segurança Financeira

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

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

Trata-se de um risco sistêmico, na medida que não se deriva das propriedades de risco dos portfólios individuais (OCDE, 1991) (Herring & Litan, 1995) (Aglietta, 1998). A ineficiência a ele associada decorre da destruição de capital que não ocorreria em condições normais de funcionamento do sistema – inclusive o “capital informacional”, específico e não-transferível, acumulado pelos intermediários financeiros em relação a seus clientes (Stiglitz, 1994).

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

Por isso mesmo, além da supervisão e regulação que controle o grau de exposição e vulnerabilidade dos bancos, mostra-se necessária a presença de esquemas formais de

seguros de depósitos para proteger o valor destes e garantir a normalidade no sistema de pagamentos. Adicionalmente, há também a atuação do banco central como prestador em última instância. De sua posição externa ao sistema bancário, o banco central pode injetar liquidez em bancos específicos, mediante empréstimos a estes, e assim conter os contágios de falta de liquidez e a ineficiência correspondente em termos de falências desprovidas de razões em fundamentos de ativos. Os mercados interbancários de crédito, acompanhando a compensação, facilitam a circulação de liquidez em tempos normais e também podem ajudar contra o risco sistêmico.

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

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

“Assim como os bancos podem carregar o risco residual de muitos projetos diversificados de forma melhor que agentes individuais, o governo, ao segurar um conjunto diversificado de bancos, pode carregar o risco residual de falência bancária de modo melhor que qualquer conjunto de depositantes em um banco individual. Apesar de se dizer freqüentemente que a melhor rede de segurança é aquela que resulta em participantes do mercado comportando-se como se ela não existisse, o fato é que redes de segurança bancária bem delineadas devem alterar o comportamento bancário e aprofundar a intermediação financeira, mediante alguma transferência de risco para o governo”.

Por outro lado, a presença de redes de segurança cria problemas próprios de seleção adversa e risco moral, além dos naturalmente gerados pela presença de assimetrias de informação nas transações financeiras. A existência de seguros de depósitos e/ou de empréstimos do banco central aumenta os incentivos dos bancos a incorrer em riscos, o que finda elevando a probabilidade de recurso a eles (Mishkin, 1992). Da mesma forma, há um

efeito em termos de seleção adversa no tocante aos tipos de empresários que são atraídos a investir no ramo bancário, com as redes funcionando como estímulo à entrada de empresários mais propensos ao risco. Necessidades específicas de supervisão e regulação se colocam para enfrentar tais problemas.

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

Segundo parte da literatura sobre o tema, o seguro de depósitos, por exemplo, tende a distorcer o comportamento das instituições seguradas e a engendrar formas de risco moral que elevam os riscos bancários e os custos para o contribuinte. No caso do risco moral (*moral hazard*), trata-se de um problema de informação assimétrica que surge após a ocorrência da transação: o emprestador corre o risco de que o emprestante, após receber o empréstimo, se engaje em atividades indesejáveis do ponto de vista daquele; uma vez obtido o empréstimo, o emprestante pode desenvolver atividades mais arriscadas, as quais, muito embora ofereçam retornos potencialmente maiores, oferecem riscos igualmente maiores. A existência do seguro de depósitos, portanto, eleva os incentivos bancários para correr riscos, o que acaba aumentando a probabilidade de ter que recorrer ao seguro. Como os depositantes sabem que não sofrerão perdas no caso de uma falência bancária, eles deixam de impor ao banco a disciplina de mercado, o que, no caso, significaria retirar seus depósitos quando suspeitassem que o banco estivesse assumindo posições demasiadamente arriscadas. Consequentemente, os bancos protegidos por seguro de depósitos podem acabar assumindo maiores riscos que numa situação em que esse depósito não existisse.

Adicionalmente, o risco moral criado por uma rede de segurança financeira cria outro dilema para os reguladores. Como a falência de um grande banco torna mais provável a ocorrência de uma instabilidade financeira de grandes proporções, os reguladores naturalmente relutam em permitir a quebra de um grande banco; no jargão da literatura sobre regulação e supervisão, um banco como esse é considerado "grande demais para quebrar" (*too big to fail*). Um problema com essa política, entretanto, é que ela aumenta os

incentivos de risco moral para os grandes bancos. Na medida em que seus depositantes sabem que um determinado banco é visto como "grande demais para quebrar", eles não terão incentivos para monitorá-lo e puní-lo com a retirada de depósitos caso o mesmo se engaje em operações excessivamente arriscadas.

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

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

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

Alguns autores – por exemplo, Calomiris (1997) - têm questionado de maneira ainda mais incisiva e profunda a própria segurança de uma rede de segurança financeira. Calomiris sugere a criação de uma rede de segurança por ele batizada de rede de segurança pós-moderna, cuja motivação é evitar o abuso da proteção governamental que se concretiza quando os custos de acesso à rede de segurança por parte dos bancos não refletem adequadamente suas decisões quanto a correr riscos. Na sua visão, qualquer reforma adequada do seguro de depósitos deve: reduzir a propensão à tomada de correr riscos ou tornar o custo de proteção contra perdas dos depósitos bancários sensível ao grau de risco dos depósitos segurados. Em ambos os casos, se removeria o incentivo dos bancos para

aumentar seus riscos em resposta a perdas de capital, já que eles não receberiam qualquer subsídio por esse aumento.

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

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

Com base nessas deficiências dos requisitos de capital mínimo, Calomiris (1997) apresenta a seguinte proposta de reforma do seguro de depósitos, uma proposta baseada na disciplina de mercado por ele chamada de "requisito de dívida subordinada ou não-quirolgrafia". Segundo ele, este mecanismo tem a vantagem de viabilizar a geração dos incentivos necessários com um conjunto reduzido de regras regulatórias e sem recorrer a supervisores governamentais para analisar a situação do portfólio de empréstimos do banco.

Em linhas gerais, trata-se de estabelecer uma regra que obrigue os bancos a financiar uma fração mínima de seus ativos do tipo *non-reserve* com dívida subordinada (certificados de depósito não-segurados e sem direitos preferenciais em caso de falência) rendendo algo não muito superior à taxa sem risco. Esta regra forçaria os bancos a operar com posições de níveis baixos de riscos pela seguinte razão: os detentores dessa dívida subordinada somente a manteriam em seus portfólios se estivessem convencidos de que os riscos de alavancagem e de portfólio do banco são suficientemente baixos para assegurar aquele baixo rendimento sobre a dívida.

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

Enfim, com o redesenho dos seguros de depósitos de modo a diminuir suas tendências favoráveis aos riscos morais, a própria necessidade de recurso aos empréstimos em última instância também poderia ser reduzida. No tocante a este, os princípios da doutrina de Bagehot quanto a penalidades e, quando possível, a demarcação entre situações de iliquidez e insolvência reforçariam a disciplina de mercado. Os mecanismos mercantis de crédito entre bancos e entre estes e seus credores, ainda que imperfeitos substitutos dos mecanismos oficiais, deveriam economizar o uso destes últimos, de modo a obter-se uma proporção mais balanceada de mecanismos públicos e de mercado na rede de segurança financeira. De qualquer modo, continuariam não-supérfluos os sistemas de supervisão e regulação bancária, para evitar a necessidade de ambos os seguros e empréstimos em última instância.

Conforme veremos, a evolução recente da rede de segurança financeira argentina tem se dado em direções como estas defendidas por Calomiris e outros.

Determinantes de Crises Bancárias em Economias Emergentes: Aspectos Macroeconômicos

Crises bancárias tornaram-se um fenômeno mais freqüente nas duas últimas décadas, tanto no tocante ao número de economias às voltas com episódios de crise e falências de bancos, quanto à freqüência destes episódios em cada região. Desde as pesquisas de Lindgren *at alii* (1996), Caprio & Klingebiel (1996), Demiurgüç-Kunt & Detragiache (1997), Kaminsky & Reinhart (1998a) e outras, chamando atenção para o fenômeno, as crises na Ásia e na Rússia acrescentaram evidência adicional de sua relevância. As pesquisas têm se voltado para as crises bancárias em ambos os grupos de economias avançadas e em desenvolvimento, embora o enfoque mais freqüente esteja nas economias emergentes (Goldstein & Turner, 1996) (Kaminsky & Reinhart, 1998b) (Hausman & Rojas-Suárez, 1996) (Rojas-Suárez, 1997) (Sachs, 1996; 1998) (Radelet & Sachs, 1998).

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

Podemos incluir entre aquelas externalidades:

- o uso de recursos públicos para recapitalização de bancos em dificuldades, particularmente quando a escala dos resgates ultrapassa os limites estritamente monetários, em nível do balanço do banco central, e passa a exigir aportes orçamentários;
- o *credit crunch*, ou seja, o arrocho quantitativo de crédito e/ou ampliação das margens de *spread* entre taxas de captação e aplicação, criando ou amplificando declínios da atividade no lado produtivo da economia. O problema é particularmente agudo em economias – como as emergentes – baseadas no crédito bancário, nas quais os bancos, além de constituírem o sistema de meios de pagamento, são os maiores detentores de ativos financeiros, financiam as atividades financeiras não-bancárias e carregam grande parte dos títulos da dívida pública;
- intensificação dos problemas informacionais e suas conseqüências em termos de seleção adversa e risco moral. Durante crises financeiras, os primeiros a aceitar taxas de juros mais altas serão os menos merecedores de crédito e cai a qualidade dos investimentos

na economia. Além disso, o próprio processo de resgate de bancos pode reduzir os interesses privados no monitoramento futuro do comportamento dos bancos;

- as relações usuais entre os instrumentos monetários e as metas intermediárias e finais da política monetária são subvertidas em situações de crise bancária, não apenas no que tange à previsibilidade mínima essencial à política monetária, como também nos limites colocados sobre esta pelas possibilidades de falência bancária. Condições de fragilidade bancária impedem ou limitam o eventual uso de elevação de taxas de juros como instrumento de gestão macroeconômica;

- nas economias emergentes, integradas às finanças globais, crises bancárias podem implicar fuga de capital e subseqüentes problemas de balanço de pagamentos. Kaminsky & Reinhart (1998a) mostraram que, desde o início dos anos 80, a presença de crises bancárias tornaram-se indicador de problemas com balanços de pagamentos em economias emergentes, qualquer que seja a direção da causalidade. A experiência de saída de capital do Japão e desvalorização do iene que suscitou operação conjunta entre o *Fed* e o Banco do Japão, no ano passado, é demonstração da possibilidade de que a fragilidade bancária conduza a crises cambiais se estende a economias avançadas; e

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

Na explicação das diversas crises bancárias em economias emergentes, pela literatura acima citada, aparece um conjunto de elementos macroeconômicos resumidos a seguir.

As economias emergentes estão sujeitas a maior volatilidade macroeconômica, decorrentes das relações com o exterior ou com origem em seu âmbito doméstico. Não se trata simplesmente de maior flutuação, mas do fato de que o resultado médio final finda sendo pior, em termos de desempenho, do que aquele dos casos com maior estabilidade.

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

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

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

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

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

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

anos 90, têm-se associado inegavelmente aos movimentos de capital externo, no contexto das finanças globalizadas.

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

Não haveria em princípio diferença intrínseca entre economias emergentes e avançadas quanto à possibilidade de ciclos locais no estilo Minsky-Kindleberger. Por outro lado, Calvo (1998; 1999) formula uma análise do atual ciclo de expansão e retração nos fluxos de capital para economias emergentes a partir do mimetismo, o qual se torna comportamento atraente para parcela dos aplicadores dos países avançados nas economias emergentes. Dados os custos informacionais maiores para aplicadores em escala global, em comparação com a circulação de capital dentro das próprias economias de origem, a interação entre investidores informados e seus imitadores acaba se fazendo presente, com correspondentes configurações de super-expansão e retração súbita.

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

As experiências com retração súbita e significativa na entrada de recursos – após período de forte ingresso - e os conseqüentes impactos financeiros incluem as crises financeiras na Turquia e na Venezuela em 1994, no México em 1994-95, na Argentina em 1995, na Ásia (Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas e Coréia do Sul) em 1997-98, na

Rússia em 1998 e no Brasil em 1998-99. Em cada um dos casos de crise, desenvolveram-se aspectos específicos de vulnerabilidade durante a fase expansiva de ingresso de capital, os quais vieram a disparar a mudança de sinal neste ingresso e as crises. Como origem comum do surto maciço de entrada de capital, porém, pode-se localizar o super-otimismo e a forte disponibilidade de liquidez no centro da economia global.

Um aspecto macroeconômico também crucial corresponde aos regimes cambiais. Conforme apontado por Sachs (1998), um dos elementos em comum nos casos recentes de crise financeira acima citados foi o prolongamento no tempo de taxas de câmbio super-valorizadas, quer estivessem vigentes regimes de câmbio fixo, com bandas estreitas de flutuação lentamente ajustáveis ou não, ou de *currency board*.¹

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

Kaminsky & Reinhart (1998a, 1998b) também apontam a presença de “crises gêmeas” nos bancos e no balanço de pagamentos, com causas comuns derivadas da dinâmica “perversa” intrínseca a programas de estabilização com base na taxa de câmbio - como no México pré-crise e no Brasil até recentemente. De início, o resíduo inflacionário, que se estabelece antes de completar-se a convergência da inflação local com a mundial, leva à

¹ Diferentemente de outros regimes de câmbio rígido ou administrado, no *currency board* a credibilidade do compromisso de conversibilidade é buscada com a manutenção de reservas externas (divisas, ouro ou outros ativos líquidos) em geral acima do valor correspondente de moeda local em circulação. Caso seja implantado de forma “pura” ou “ortodoxa”, o *currency board* elimina em nível doméstico as funções clássicas do banco central. O volume de dinheiro local passa a seguir automaticamente a disponibilidade de reservas externas que lhe sirvam de lastro. Por seu turno, o papel de emprestador em última instância cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, visto que o banco central fica proibido de variar autonomamente os passivos contra si próprio em moeda local. Trata-se de uma espécie de delegação das funções monetárias ao exterior, visto que a política monetária (volume de liquidez, taxas de juros, recursos para redes de segurança financeira etc.) passa a depender do montante líquido de créditos externos privados ou públicos para o país. Isto ocorrerá quer o *currency board* monopolize a responsabilidade de retenção de divisas ou

valorização cambial em termos reais. Esta valorização, em conjunto com um *boom* de importações e de crescimento pós-estabilização, por sua vez tendem a provocar déficits em conta-corrente crescentes e financiados via empréstimos externos. Com a continuidade destes déficits, os mercados financeiros passam a acreditar na insustentabilidade do programa e promovem ataques especulativos. Visto que o *boom* em geral envolve a expansão dos créditos bancários, com os bancos cumprindo o papel de canais de captação dos recursos externos, a crise bancária acompanha a virada de sinal no capital externo e nos preços de ativos, acompanhando a crise cambial.

Há uma tendência favorável à aceitação da idéia de haver necessidade de maior flexibilidade nos regimes de câmbio, na expectativa de que suas flutuações em resposta imediata aos choques de ingresso e saída de capital - além das demais fontes de choque, como os termos de troca, mudanças no estado de confiança e na avaliação de riscos do país etc. - atenuem os incentivos a ataques especulativos. A alternativa oferecida é a implantação de *currency boards* e suas implicações em termos de política monetária e de redes de segurança.

Cumprir observar a tendência maior à volatilidade das taxas reais de câmbio nesta alternativa, dada a presença usual de imperfeita flexibilidade nominal local de salários e preços de não-comercializáveis. Maior estabilidade de preços é obtida com maior volatilidade no produto, na ausência da taxa de câmbio como instrumento adicional de ajuste macroeconômico. Depreende-se que, nos casos de economias de maior tamanho, podem ser elevados os custos em termos de perda da taxa de câmbio como variável de ajustamento.

Cabe também observar que, no *currency board*, a vigência de mecanismos mais duros de “disciplina de mercado” sobre os bancos - em decorrência dos limites rígidos à política monetária e, por conseguinte, ao exercício das funções de prestador em última instância pelo banco central - induz os bancos a deter maior liquidez em suas carteiras de ativos. Como consequência, reduzem-se os elos locais de alavancagem de investimentos de longo prazo através do crédito bancário.

permita a coexistência entre a moeda por ele emitida e algum sistema de crédito erigido a partir de reservas de divisas dos agentes privados.

Determinantes das Crises Bancárias em Economias Emergentes: Aspectos Microeconômicos

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

A implementação inadequada de processos de liberalização financeira tem sido reconhecida como causa freqüente de crises bancárias nas economias emergentes, particularmente quando aqueles processos se dão de forma rápida e abrupta, sem adaptação inclusive do regime de supervisão e regulação. No cenário pré-liberalização, os bancos operam em um ambiente concorrencial no qual regras restritivas sobre taxas e formas de captação e aplicação – a “repressão financeira” – são compensadas pela proteção governamental. O ambiente competitivo não é indutor de investimentos em avaliação de riscos e em capacidade de monitoramento dos clientes.

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

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

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

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

Em relação às economias avançadas, há baixa presença de mecanismos desenvolvidos de *funding* de longo prazo para os bancos, no lado dos passivos, bem como de securitização no lado dos ativos – a qual permitiria maior liquidez e transferência de riscos. No caso da liquidez da carteira de ativos bancários, esta acaba sendo tentativamente administrada com a predileção por empréstimos de curto prazo, títulos da dívida pública e/ou aplicações em ativos especulativos (inclusive imobiliários, quando há liquidez em seus mercados secundários). O sistema bancário é obrigado a defrontar-se com a seguinte disjuntiva:

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

Conforme examinado por Kaminsky & Reinhart (1998a; 1998b), as crises financeiras recentes na Ásia e na América Latina apresentam combinações de fatores macro e microeconômicos como os aqui descritos. Na versão original de Kaminsky & Reinhart (1998a), datada de 1995, as autoras haviam encontrado diferenças significativas entre os

episódios de crise financeira nas duas regiões, inclusive a maior frequência e intensidade na América Latina. Em Kaminsky & Reinhart (1998b), concluem que as diferenças regionais parecem estar se diluindo.

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

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

No ciclo que estilizam como representativo, Kaminsky & Reinhart propõem a conjunção entre, de um lado, fatores macroeconômicos – como sua visão da dinâmica intrínseca a programas de estabilização com âncora cambial, delineada há pouco - e, de outro, a acentuação da volatilidade e seqüência de fases de *boom-bust* por fatores microeconômicos como os aqui descritos. A liberalização financeira em contextos com distorções microeconômicas (tais como seguros implícitos de depósitos) seria responsável por super-alimentação do surto creditício e do subsequente colapso bancário. Da mesma forma, os impactos locais de alterações nas taxas de juros internacionais e nos fluxos de capital seriam amplificados pelos bancos em seu papel de intermediário, aumentando a probabilidade de, ao final do ciclo, ocorrerem corridas bancárias e crises financeira e cambial.²

Em resumo, a taxonomia sobre as crises bancárias em economias emergentes leva a crer que os objetivos perseguidos com os sistemas de supervisão e regulação e com as redes de

² O caso da liberalização-*cum*-distorções se aplicaria à experiência original do Cone Sul latino-americano e à asiática recente, enquanto a super-transmissão de choques de liquidez externa seria comum inclusive ao México. No caso do Brasil, há que se ressaltar, ao final do ciclo, o grau

segurança requerem uma dupla agenda. Por um lado, no plano microeconômico, o desenvolvimento e aprimoramento de instituições e estruturas de incentivos adequadas, incluindo os próprios elementos constitutivos da regulação. Por outro, no tocante aos aspectos macroeconômicos, a consistência intertemporal das políticas fiscal, monetária e cambial torna-se condição necessária e constitui-se talvez no campo de batalha mais árduo a ser enfrentado. Permanece em aberto, porém, a pergunta sobre a suficiência da taxa de câmbio flexível e do manejo fiscal e monetário para manter tal consistência macroeconômica diante dos choques provenientes do exterior, inclusive de ondas de disponibilidade e escassez de capital, particularmente se prevalecem os aspectos na origem dos fluxos de capital ressaltados na linha Minsky-Kindleberger ou em suas versões com microfundamentos.

O Paradigma Argentino

Após três grandes ondas de colapsos bancários em 1980-82, 1985 e 1989 - com elevados custos em termos de proporção no PIB (Goldstein & Turner, 1996) – bem como baixo desempenho de crescimento e surtos de hiperinflação, uma reforma estrutural foi implementada na Argentina. Aboliu os seguros de depósitos em 1992 e, com exceção de algumas instituições sob controle governamental, o setor bancário privado passou a operar com seus próprios esquemas.

Ao mesmo tempo, a implantação do regime de *currency board* retirou do governo a capacidade de determinar a oferta interna de meios de pagamentos, com o papel das autoridades monetárias circunscrevendo-se hipoteticamente à conversão de pesos em dólares e vice-versa, sob demanda. Desde que sem afetar os agregados monetários, o Banco Central pode recorrer ao eventual manejo das reservas bancárias dentro do próprio sistema. Ao sistema bancário, foi permitido oferecer depósitos em pesos ou dólares, à cotação constitucionalmente fixada em 1 por 1.

O novo regime trouxe o fim – ou fortes restrições ao recurso - da janela de redesconto como fonte de empréstimos ao setor bancário, dada a proibição às autoridades monetárias de emitir passivos contra si próprias. Portanto, caso implantado sob a forma “pura” ou

menor de vulnerabilidade dos bancos, com a dívida pública constituindo-se no absorvedor em última

“ortodoxa”, o *currency board* implica a eliminação integral não só das políticas monetárias ativas, como das redes de segurança bancária (seguros de depósitos e empréstimos em última instância).

A Argentina buscou a previsibilidade do comportamento regido por regras rígidas e a conversibilidade plena como fontes de credibilidade. No fundo, foi como se tomasse de empréstimo a credibilidade monetária do país emissor do ativo líquido que passou a servir de lastro (o dólar norte-americano), sob a condição de abandonar instrumentos monetários – e redes de segurança financeira – como dispositivos de política econômica. A compensação esperada foi em termos de taxas de juros mais baixas e menor volatilidade decorrente de flutuações na credibilidade.

O fato, porém, é que não desaparece completamente a volatilidade que caracteriza grande parte dos fluxos de capital para economias emergentes e, em tais condições, torna-se extremamente arriscado ater-se a um *currency board* “puro” e sem restrições à entrada de capitais mais volúveis.³

A Argentina também viu-se impelida a flexibilizar seu *currency board* durante a fuga de pesos provocada pelo efeito-tequila da crise do México. Relaxou os requisitos de reservas dos bancos locais junto ao banco central, o que implicou queda na proporção entre reservas em dólares e pesos em circulação. Caso contrário, o colapso econômico e social teria sido inevitável. Na verdade, dos US\$ 8 bilhões retirados dos bancos pelo público, o Banco Central conseguiu compensar US\$ 5 bilhões mediante redescontos e acordos de recompra, além de liberar seus excedentes de reservas em dólares e, conforme dito acima, diminuir os requisitos de reservas bancárias (Garber, 1997: 191-2).

Com efeito, os bancos experimentaram grandes saídas de depósitos e alguns foram à falência. O governo procedeu a operações de financiamento subsidiado à aquisição de alguns bancos com problemas por outros sobreviventes, além de reintroduzir os seguros de depósitos, ainda que de modo limitado a pequenos montantes. Há evidência de pelo menos

instância do processo.

³ As autoridades monetárias no caso do *currency board* de Hong Kong, por exemplo, não hesitaram em intervir diretamente nos mercados de capitais locais, como parte de sua defesa contra os ataques especulativos sobre a moeda local durante a crise asiática em 1997. Isto só foi possível, de qualquer forma, porque suas reservas externas giram em torno de um montante quase quatro vezes maior do que o agregado monetário M1 em circulação, sem contar as reservas da China.

alguns casos de falência por problemas de iliquidez, sem insolvência nos fundamentos (Calomiris, 1997: 35). Ampliou-se também a participação de bancos estrangeiros.

Depois do “efeito-tequila”, três desdobramentos merecem destaque:

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

2. reformas na lei de falências e que deverão resultar em um processo centralizado de registros de colaterais envolvidos em empréstimos bancários, além de outros mecanismos de acentuação da transparência; e

3. uma lei promulgada em novembro de 1996, exigindo que os bancos financiem 2% de seus depósitos sob a forma de títulos de dívida “subordinada”, ou seja, algo na direção daquilo que abordamos como proposta de Calomiris (1997) no item inicial. O requisito garante que, independentemente de existirem seguros para o resto dos passivos, aqueles 2% sob a forma de títulos sigam e reflitam a sinalização direta dos mercados. Nos termos deste autor (p. 36):

“A despeito de ser um começo modesto [vale lembrar a proposta completa do autor delineada no primeiro item], o enfoque da Argentina pode estar abrindo um novo capítulo na história dos seguros de depósitos, um no qual a disciplina dos mercados privados atue em concerto com a proteção governamental, de modo a permitir a liberalização financeira com incentivos compatíveis. A perspectiva atraente é a de que a credibilidade da disciplina de mercado permitirá aos bancos penetrar em um conjunto mais amplo de atividades, sem haver o receio de que isso produza abuso da rede de segurança.”

Os desdobramentos do *currency board* argentino parecem apontar na direção do aprofundamento do estilo de redes de segurança financeira intrínseco àquele regime

monetário-cambial, o qual mostra-se em sintonia com aqueles que defendem levar ao limite a disciplina fiscal e os mecanismos de auto-regulação mercantil da atividade bancária. Entretanto, conforme vimos, não corresponde a um modelo generalizável a economias emergentes de maior porte. Além disso, cabe notar que o viés conservador na gestão macroeconômica intrínseca a regimes de *currency board* poderá tornar-se um problema crescente, face à crise no Brasil, seu maior mercado de exportação nos últimos anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. (1998). Dealing with systemic risk. Seminário internacional sobre “Regulation of global financial flows”, IE-Unicamp, agosto, (mimeo.).
- Artus, P. (1995). Anomalies sur les marchés financiers. Paris: Economica.
- Brock, P. (1998). Financial safety nets and incentive structures in Latin America. Seattle, University of Washington, agosto, (mimeo.).
- Calomiris, C. (1997). The postmodern bank safety net. Washington, DC.: The AEI Press.
- Calvo, G. (1998). Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stops. Journal of Applied Economics, vol. 1 (1), novembro, (p. 35-54).
- Calvo, G. (1999). Contagion in emerging markets: when Wall Street is a carrier, Center for International Economics, University of Maryland, fevereiro, (mimeo.).
- Canuto, O. & Ferreira Jr., R.R. (1999). Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano? Ensaio Econômico FEE, (porvindo).
- Caprio, G. and Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: cross-country experience. Policy Research Working Paper 1620, Washington, DC.: World Bank.
- Demiurgüç-Kunt, A. & Detragiache, E. (1997). The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries. IMF Working Paper 97/106, setembro.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. Journal of Development Economics, vol. 19.
- Garber, P.M. (1997). The transition to a functional financial safety net. *In* Rojas-Suárez (1997: 177-201).
- Goldstein, M. & Turner, P. (1996). Banking crises in emerging economies: origins and policy options. BIS Working Papers n. 46, outubro.
- Herring, R. e Litan, R. (1995). Financial Regulation in the Global Economy. Washington, DC: The Brookings Institution.
- Hausman, R. & Rojas-Suárez, L. (orgs.) (1996). Banking crises in Latin America. Washington, Interamerican Development Bank.
- Kaminsky, G.C. & Reinhart, C.M. (1998a). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. Board of Governors of the Federal Reserve System: Washington, D.C. (mimeo.) [versão revisada de original de dezembro de 1995].
- Kaminsky, G.C. & Reinhart, C.M. (1998b). Financial crises in Asia and Latin America: then and now. American Economic Review: Papers and Proceedings, vol. 88, maio, (p. 444-8).
- Kindleberger, C. (1978). Manias, panics and crashes. N. York: Basic Books.
- Krugman, P. (1995). Dutch tulips and emerging markets. Foreign Affairs, vol. 74, julho-agosto, (p. 28-44).
- Lindgren, C., Garcia, G. and Saul, M. (1996). Banking soundness and macroeconomic policy. Washington, DC.: IMF.
- Minsky, H. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.
- Mishkin, F. (1992). An evaluation of the treasury plan for banking reform, Journal of Economic Perspectives, vol. 6(1).
- OCDE (1991). Systemic risks in securities markets. Paris: OECD.
- Radelet, S. & Sachs, J. (1998). The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects. Brooking Papers on Economic Activity, n.1, (p. 1-90).

- Rojas-Suárez, L. (org.) (1997). Safe and sound financial systems: what works for Latin America. Washington, Interamerican Development Bank.
- Sachs, J. (1996). Alternative approaches to financial crises in emerging markets. Revista de Economia Política, vol. 16 (2), abril-junho.
- Sachs, J. (1998). Creditor panics: causes and remedies. Cato Institute's 16th Annual Monetary Conference, Washington, D.C., outubro, (mimeo.).
- Stiglitz, J. E. (1994). The role of the state in financial markets. *In: Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics 1993*, Washington, DC: World Bank.
- Stiglitz, J.E. (1998). The role of international financial institutions in the current global economy. Discurso diante do Chicago Council on Foreign Relations, Chicago, 27 de fevereiro.
- Van't dack, J. (1998). Managing an increasingly global financial system: an overview of selected issues. Seminário internacional sobre "Regulation of global financial flows", IE-Unicamp, agosto, (mimeo.).

RESUMO

O presente texto tem como objeto o modelo de redes de segurança financeira contido na proposta de regimes monetário-cambiais de *currency board* para as economias emergentes. Depois de breve abordagem às redes de segurança financeira enquanto instrumento para lidar com os riscos sistêmicos intrínsecos à atividade bancário, o trabalho aborda os aspectos micro e macroeconômicos mais ressaltados na literatura como principais determinantes das crises bancárias nas economias emergentes. Em seguida, tomando-se como referência a experiência com o *currency board* argentino, tenta-se evidenciar como este tipo de regime monetário-cambial configura, simultaneamente, tanto uma estratégia particular quanto à volatilidade macroeconômica, quanto uma modalidade particular de redes de segurança financeira, na qual supõe-se estrita disciplina fiscal, além de maior disciplina imposta pelos mercados sobre as instituições.