

Administrando um sistema financeiro crescentemente global. Um panorama de temas selecionados¹

Jozef Van 't dack

Introdução

Uma das insígnias econômicas da última década e meia tem sido a rápida globalização dos mercados financeiros e da atividade financeira. Não é um desenvolvimento surpreendente. Os benefícios da globalização para a alocação de recursos, para o crescimento, para a transferência de know-how tecnológico e para a eficiência da intermediação financeira foram há muito reconhecidos. Todavia, nem sempre este lado positivo foi o destaque das experiências de vários países com a maior mobilidade de capitais ao longo dos anos 90. Ao contrário, são os aspectos mais preocupantes da intermediação financeira global que têm capturado a atenção dos formuladores de política econômica e dos analistas. Na primeira metade dos anos 90, a onda de fluxos de capitais em direção a várias economias (quer industriais quer emergentes) trouxe à tona os dilemas de política econômica que tais fluxos poderiam criar. Além disso, os diferentes episódios de turbulência e crise financeiras (por exemplo, a crise no Sistema Monetário Europeu de 1992, as crises financeiras do México e da Argentina em 1995, as turbulências em grande parte da Ásia desde meados de 1997 e, mais recentemente, a crise financeira da Rússia) lançaram a globalização financeira numa luz bastante desfavorável.

Dado o lado negro da intermediação financeira internacional, muitos trabalhos foram realizados nos últimos anos para definir um arcabouço no qual tal intermediação pudesse produzir seus inegáveis benefícios. Há muito reconhecida nesse sentido tem sido a importância de políticas macroeconômicas sólidas. Mais recentemente, também tem sido dada atenção a um amplo leque de aspectos mais microeconômicos e estruturais de uma intermediação eficiente. Tais aspectos incluem a formulação de práticas e padrões sólidos para todos os participantes na intermediação financeira global, políticas de administração de risco dentro das instituições individuais e dentro do sistema financeiro como um todo, condições de entrada no mercado e acesso a ele, o desenvolvimento do mercado financeiro, provisões de redes de segurança e a transparência, vigilância e administração das crises.

(1) Artigo preparado para o Seminário Internacional sobre "Regulação dos Fluxos Financeiros Globais", Campinas, SP: Universidade Estadual de Campinas, 1998. As visões expressas são as do autor e não necessariamente as do BIS. Traduzido do inglês por José Gilberto Scandiucci Filho.

A revisão de todos esses diferentes aspectos da administração de um sistema financeiro internacional eficiente e sólido está muito além do âmbito deste artigo. Aqui, é revista uma pequena seleção de temas que têm sido regularmente ressaltados no atual debate de política econômica. Para fazê-lo, o artigo começa com uma breve revisão dos aspectos salientes dos fluxos globais de capitais. Na seção subsequente, discutem-se vários dos mais importantes componentes de um sistema financeiro internacional solidamente administrado. O artigo termina com uma revisão de importantes temas da administração das crises.

Tendências recentes da globalização financeira

Vários fatores de natureza estrutural têm contribuído para a rápida globalização da atividade financeira. O fator mais importante é provavelmente a onda de reforma e desregulação financeira que tem caracterizado tanto países industriais como em desenvolvimento desde o início dos anos 80. Um aspecto e instrumento importante dessa reforma foi a rápida institucionalização das poupanças: as instituições coletivas de investimento (fundos mútuos e fundos *hedge*), as companhias de seguro e os fundos de pensão dos países industriais administram hoje – crescentemente sobre uma base global – uma quantidade de ativos financeiros que excede o PIB agregado do mundo industrial. Tal desenvolvimento não deverá se desacelerar, dado que, em muitos países da Europa continental, o processo de investimento institucional não foi tão longe como na América do Norte, e ainda está em sua infância na maior parte das economias de mercado emergente.²

Outra importante força motriz nos mercados financeiros modernos, quer domésticos quer globais, tem sido o progresso contínuo em comunicações e computação e o acesso a elas. A mudança tecnológica tornou mais fácil, mais rápido e mais barato o envolvimento em transações financeiras. Ao mesmo tempo, entretanto, a mudança tecnológica aumentou a oportunidade para o agrupamento de complexos instrumentos financeiros. Tal característica tem algumas vezes reduzido a transparência da intermediação financeira.

Um fator mais conjuntural que estimula os fluxos financeiros globais foi o acúmulo de liquidez nos maiores países industriais nos anos recentes. Afora o aperto de política monetária em 1994, as condições monetárias nos maiores países industriais têm sido frouxas (ou têm-se afrouxado) no decorrer da década de 90, como exemplificado pelas taxas de juros de curto prazo consistentemente

(2) Além da desregulação, o investimento institucional foi promovido pela reforma dos esquemas de pensão em vários países, pelo aumento consistente nos preços dos ativos e pela cultura crescente da propriedade em forma de ações. Uma discussão detalhada do investimento institucional pode ser encontrada em BIS (1998).

baixas e pelas significativas taxas reais de crescimento de moeda no conceito amplo (ver Gráfico 1 no Anexo 2).³ Os fluxos de capitais mostraram-se altamente sensíveis a tais baixas taxas de juros nos maiores centros financeiros.

Tabela 1
Fluxos privados de capital para as principais economias emergentes
(milhões de dólares)

	1994	1995	1996	1997 ⁽¹⁾
		Por componente		
Total dos fluxos de entrada de capital	154.7	217.9	304.5	232.6
Investimento direto	66.3	80.5	93.4	122.9
Investimento de porta-fólio em ações	27.4	24.3	33.6	25.3
Outros fluxos líquidos de entrada	61.1	113.1	177.5	84.4
		Por região		
América Latina	63.8	40.5	92.4	96.4
Ásia	77.8	133.4	164.3	61.0
dos quais: países em crise ⁽²⁾	37.9	79.2	97.1	-11.9
Europa	6.4	36.0	41.1	60.9
África/Oriente Médio	6.6	8.0	6.6	14.4

⁽¹⁾ Estimativa.

⁽²⁾ Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Fonte: *Institute of International Finance. Capital flows to emerging market economies* (Apr. 1998).

Vários aspectos relacionados à rápida globalização da intermediação financeira nos anos recentes merecem destaque. Um dos aspectos mais salientes foi a elevação muito acentuada dos fluxos líquidos de capital para as economias de mercado emergente desde o início até meados dos anos 90. De acordo com os dados coligidos pelo *Institute of International Finance*, os fluxos privados líquidos para as principais economias de mercado emergente quase dobraram entre 1994 e 1996 (contabilizando, nesse último ano, algo em torno de 6% do PIB). O aumento foi particularmente espetacular nas economias asiáticas, onde os fluxos de entrada elevaram-se para quase 9% do PIB em 1996.⁴ Outros dados também confirmam a integração muito mais estreita das economias de mercado emergente nos mercados financeiros globais. Como mostrado na Tabela 2, o *turnover* diário dos mercados de câmbio nas principais economias emergentes asiáticas (excluindo Hong Kong e Cingapura) aumentou, entre o início de 1995 e o início de 1997, de aproximadamente US\$ 14 bilhões para US\$ 22 bilhões. Nos principais países latino-americanos, os respectivos dados mostraram uma

(3) Além disso, o lento crescimento nos maiores países industriais no início dos anos 90 aumentou as oportunidades de lucro observado nas economias de mercado emergente em rápido crescimento.

(4) O aumento percentual foi ainda maior nas principais economias emergentes européias (Polônia, Rússia e Turquia), mas, enquanto fração do PIB, os fluxos de capital para essa região permanecem significativamente menores do que em outras regiões.

elevação de US\$ 10 bilhões para US\$ 17,5 bilhões. A maior parte desse aumento no *turnover* refletiu transações na conta de capitais. Uma terceira perspectiva do impacto da globalização sobre as economias de mercado emergente é fornecida no Gráfico 2 (Anexo 2): ele mostra um aumento acentuado nos haveres retidos por credores privados sobre os países emergentes, tanto sob a forma de empréstimos como sob a forma de posse de títulos. Tais haveres dobraram entre 1993 e 1997 na Ásia. Desde 1995, os haveres sobre a América Latina também cresceram acentuadamente.

Tabela 2
Turnover ⁽¹⁾ cambial nas moedas emergentes
(em bilhões de US dólares por dia)

Moedas	Abril de 1995	Abril de 1996	Abril de 1997	Outubro de 1997
América Latina	10.1	12.9	17.5	23.7
Peso mexicano ⁽²⁾	3.2	4.2	7.1	9.5
Real brasileiro ⁽²⁾	4.3	5.5	6.7	8.5
Peso argentino	1.7	2.0	2.2	3.0
Peso chileno	0.8	1.0	1.1	2.2
Peso colombiano	n.d.	0.1	0.2	0.3
Novo sol peruano	0.1	0.1	0.2	0.2
Ásia	>13.6	19.0	22.1	20.5
Rupia indonésia ^(2, 3)	4.8	7.8	8.7	8.5
Won coreano	3.1	3.2	4.0	3.6
Baht tailandês	2.6	4.0	4.6	2.5
Novo dólar de Taiwan	1.5	1.6	1.7	2.3
Rupia indiana	1.6	1.2	1.7	2.0
Ringgit malásiano	n.d.	1.1	1.2	1.5
Peso filipino	0.02	0.1	0.2	0.1
Europa oriental	1.8	7.5	8.8	15.3
Rublo russo	0.6	2.6	3.7	10.7
Coroa tcheca	0.6	2.5	3.2	2.1
Zloti polônes ⁽²⁾	0.3	1.6	0.9	1.7
Forint húngaro	0.3	0.6	0.4	0.6
Coroa eslováquia	0.03	0.2	0.6	0.2
Outras moedas	5.4	6.7	5.2	7.3
Rand sul-africano	3.7	4.7	3.6	5.4
Rial árabe-saudita	1.4	1.5	1.1	1.3
Shekel israelense	0.3	0.5	0.5	0.5
Lira turca	0.01	0.02	0.04	0.1
Total	>30.9	46.1	53.6	66.8

⁽¹⁾ Estimativas como registradas pelos respectivos bancos centrais, líquidas de dupla contagem a não ser quando especificado. Para a Tailândia, as médias anuais da segunda metade de 1995, e 1996. Para a Indonésia e Argentina, médias anuais de 1995 e 1996. O *turnover* do rublo russo e do rand sul-africano em abril de 1996 foi bem acima da média anual. ⁽²⁾ Inclui outras moedas. ⁽³⁾ Em termos brutos.

Fonte: BIS (6th Annual Report, 1998).

O aumento acentuado nos fluxos de capitais para as economias de mercado emergente envolveu algum redirecionamento dos haveres *cross-border*

dos países industriais para além de sua própria região. Enquanto os haveres externos dos bancos (relatados no BIS) nos países industriais cresceram moderadamente numa média anual de 3% entre meados de 1995 e meados de 1997, os haveres sobre a América Latina expandiram-se numa média de 9%, e aqueles sobre a Ásia em não menos de 19%. A situação às vésperas da crise asiática poderia então ser interpretada tanto como de sobreexposição dos bancos dos países industriais ante as economias asiáticas, como de sobreendividamento das últimas ante os mercados financeiros internacionais.⁵

Uma segunda característica da globalização financeira tem sido a crescente securitização dos fluxos financeiros. Nessa área, também, as economias de mercado emergente tornaram-se profundamente envolvidas, com a atividade de emissão aperfeiçoando-se significativamente nos anos recentes. O estoque de títulos de dívida internacional emitidos por companhias residentes e por governos latino-americanos quase dobrou entre meados de 1995 e meados de 1997; e cresceu praticamente nessa rapidez no caso da Ásia.⁶ As emissões internacionais pelos países industriais aumentaram de modo muito mais modesto. Além disso, os haveres bancários sobre as economias de mercado emergente tomaram crescentemente a forma de posses de títulos, embora, comparadas à atividade mais tradicional de empréstimos, as posses bancárias de títulos oriundos de países emergentes tenham permanecido pequenas (ver Gráfico 2 no Anexo 2).

A maturação com prazos bastante curtos dos haveres financeiros internacionais sobre as economias de mercado emergente é um terceiro aspecto que merece destaque. Mais da metade dos haveres bancários sobre as economias de mercado emergente possuíam uma maturação (remanescente) de menos de um ano no final do ano passado (ver Tabela 4). Elevações assaz significativas na proporção da dívida de curto prazo sobre a dívida bancária total podiam ser observadas nos casos do Brasil e da China, assim como nas economias de transição do leste europeu até a metade de 1997. O endividamento de curto prazo tem estado muito acima da média para as economias emergentes do Brasil, da Coreia e da Tailândia. Talvez ainda mais significativo, em vários países o endividamento de curto prazo em relação às reservas cambiais tem sido considerável, acentuando sua vulnerabilidade diante de mudanças adversas nos fluxos de capital. Às vésperas da crise financeira asiática, as dívidas de curto prazo aos bancos relatados no BIS variavam entre 150 e 210% das reservas cambiais na Indonésia, Coreia e Tailândia. A proporção também é muito alta na Argentina. No Brasil e no México, a dívida de curto prazo é aproximadamente

(5) Grenville (1998) formula esse ponto diferentemente: “Os fluxos [para a Ásia] foram guiados, em larga medida, pelo lado da oferta. [Eles] eram consistentemente maiores que os déficits em conta corrente, isto é, não eram atraídos pela necessidade de financiar o hiato poupança/investimento”.

(6) De US\$ 68 bilhões para US\$ 129 bilhões no caso da América Latina, e de US\$ 62 bilhões para US\$110 bilhões no caso da Ásia.

tão importante quanto seus estoques de reservas cambiais. Além disso, embora a maior confiança nas emissões de títulos internacionais tenha auxiliado na promoção de um alongamento da maturação de dívidas, as provisões contratuais contidas em alguns desses títulos (como a obrigação de repagar a dívida – ou parte dela – caso a classificação, enquanto investimento, do tomador do empréstimo deteriore-se significativamente) tornam-nos, em efeito, títulos de curto prazo em condições de turbulência financeira (BIS, 1998).

Uma quarta característica da recente internacionalização das operações financeiras foi o estreitamento dos *spreads* de taxas de juros sobre os instrumentos de dívida dos mercados emergentes. O *spread* sobre os títulos Brady, a não ser de 1994 ao início de 1995, tenderam geralmente a cair até meados de 1997 (ver Gráfico 1 no Anexo 2). Similarmente, os *spreads* nos mercados secundários sobre as economias de mercado emergente também tinham-se estreitado significativamente às vésperas da crise asiática.⁷ O estreitamento dos *spreads* refletiu a ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais, acima mencionada. Entretanto, o maior apetite pelo risco da parte dos investidores também pode ter contribuído. Uma comparação do período entre a segunda metade de 1996 e o primeiro trimestre de 1997 com o período entre meados de 1993 e meados de 1994 (os dois períodos de baixa nos rendimentos dos *spreads* nos anos recentes) revela que, com exceção das emissões de maior risco, os *spreads* nas emissões de títulos pelas economias de mercado emergente tenderam, na média, a cair de forma bastante uniforme através de toda a escala de classificação de risco.⁸

Finalmente, a globalização dos fluxos financeiros foi acompanhada por mudanças repentinas e consideráveis em suas direções. Como mostrado na Tabela 1 e no Gráfico 2 (Anexo 2), os fluxos de capital para a América Latina reverteram-se bruscamente em fins de 1994 e em princípios de 1995, detonando crises financeiras no México e na Argentina. A recente crise na Ásia parece ter sido similarmente causada por uma mudança abrupta dos sentimentos dos investidores e pela acompanhante reversão dos fluxos de capital. O fato de que tais mudanças possam ser tão repentinas, abruptas e coincidentes é por vezes atribuído ao comportamento de manada que marca as operações de muitos administradores de ativos.

(7) O movimento dos *spreads* sobre novas emissões de títulos e sobre novas emissões de empréstimos foi mais ambíguo. Os *spreads* sobre tais emissões permaneceram bastante estáveis, possivelmente refletindo a combinação da pressão baixista sobre os *spreads* devido à ampla liquidez e ao maior apetite pelo risco, e da pressão altista devido ao alongamento das maturações e à entrada de tomadores novos, possivelmente classificados mais abaixo.

(8) O mesmo ocorreu para as emissões de títulos das corporações dos Estados Unidos entre ambos os períodos. Ver BIS (1997).

Administrando os fluxos globais de capitais

Por que administrar o sistema financeiro internacional?

Dados os benefícios de um fluxo livre e global de capitais, poder-se-ia levantar a questão de por que a intermediação financeira internacional deveria requerer a ativa administração por parte dos formuladores de política econômica. Vários argumentos foram avançados em favor de um certo grau de ativismo de política econômica no funcionamento dos mercados financeiros, e que são resumidamente identificados abaixo.⁹

Num nível mais teórico, a intermediação financeira, seja doméstica ou internacional, pode estar sujeita a várias falhas básicas. Um primeiro problema é a seleção adversa que tende a ocorrer quando os participantes do mercado que estão dispostos a correr os riscos mais altos são os que mais ativamente procuram tomar emprestado, mesmo quando as taxas de juros são elevadas, na esperança de eliminar os tomadores menos fidedignos. Uma distribuição assimétrica das informações e uma ausência de fluxos de informação ou uma quebra neles podem ocasionar tal falha de mercado, e freqüentemente compelem os emprestadores a intermediarem fundos num nível apenas subótimo.

Falhas na obtenção de informação e em sua distribuição também podem ocasionar um problema de risco moral. O caso típico é aquele do tomador que percebe que pode capturar os elevados resultados de uma operação financeira que seja bem-sucedida, mas que provavelmente não arcará com os custos se ela fracassar: tal fato o convidaria a aceitar um grau excessivo de risco em suas operações. O risco moral também pode ser aplicado aos emprestadores. Se os emprestadores sentem que há um nível de tolerância dos formuladores de política econômica aos desequilíbrios ou desalinhamentos macroeconômicos emergentes, ou se os emprestadores percebem que as autoridades são mais sensíveis ao custo potencial de uma crise financeira, dois tipos de risco moral podem surgir. De um lado, os emprestadores sentir-se-iam menos inclinados a monitorar o desempenho econômico de seus tomadores (confiando nas autoridades para fazê-lo); de outro lado, tenderiam a manter expectativas assaz firmes de que serão resgatados, caso aumente o perigo de turbulências financeiras. Uma terceira falha comum dos mercados financeiros é o problema

(9) Para discussões mais extensivas, ver Crockett (1997) e Mishkin (1997), assim como muitos outros artigos apresentados na Conferência do *Federal Reserve Bank of Kansas City* sobre "Manutenção da estabilidade financeira numa economia global" (Jackson Hole: Wyoming, Aug. 1997).

de *free-riding*,¹⁰ o qual surge quando alguns participantes do mercado aproveitam-se da análise, da compilação de informações, da monitorização e da coercitividade realizados pelos outros, assim capturando alguns dos retornos dessas atividades (e reduzindo-os para aqueles que as geraram) e criando desincentivos para a geração e uso de informações.

Num nível mais empírico, algumas das características dos fluxos de capital, identificadas na seção anterior – sua maturação em prazos curtos, o apetite aparentemente crescente pelo risco, as repentinas e abruptas mudanças nos fluxos – podem tornar o processo de intermediação financeira menos suave que o desejado, e podem envolver uma demarcação de preços que não reflita totalmente as considerações de risco-retorno ou que se torne impossível em condições de repentina iliquidez. Formularam-se, portanto, argumentos em favor de iniciativas de política econômica que buscassem regular os tipos menos bem-vindos de fluxos de capital. Infelizmente, em seus estágios iniciais, pode ser muito difícil julgar a natureza precisa e a volatilidade dos fluxos de capital. Os formuladores de política econômica deparam freqüentemente com um dilema. A pressão colocada pelos fluxos de capital sobre as taxas de câmbio, sobre os preços dos ativos ou dos bens, poderia refletir um movimento em direção a um novo equilíbrio: sob tais condições, o melhor seria acomodar os fluxos de capitais. Mas os fluxos de capitais poderiam também ser volúveis e gerar condições de bolhas. Quando tais bolhas explodem, seguem-se freqüentemente turbulências financeiras. Neste caso, a política econômica deveria tentar resistir aos fluxos de capital ou anulá-los.

Uma segunda área de preocupação da política econômica, e possivelmente de seu ativismo, é o contágio. Os choques financeiros (positivos ou negativos) detonados por fluxos de capital espalham-se facilmente de uma instituição ou mercado particulares para outros. Isto poderia ser o resultado das interligações entre as instituições e os mercados, via mecanismos de pagamento ou quitações. Poderia refletir estreitas relações financeiras e econômicas. Mas também poderia ser o produto de um padrão comportamental demonstrado pelos participantes do mercado, o qual em si não é necessariamente irracional, mas que no agregado provavelmente propaga uma mentalidade de manada ou

(10) O problema de *free-riding* (literalmente: “livre cavalgada”) é bastante comum na literatura sobre bens públicos. Os bens públicos são geralmente definidos por sua dupla característica de não-exclusividade (ou seja, é impossível impedir que não-contribuintes usufruam do bem) e de não-rivalidade no consumo (ou seja, a possibilidade acima não retira os incentivos para que os outros continuem a oferecer o bem). O *free-rider* é justamente aquela unidade (indivíduo, firma etc.) que, apesar de não contribuir para a produção do bem (público), consome-o, na medida em que tem conhecimento de que os outros não o podem impedir de fazê-lo. O problema de *free-riding* aparece quando o custo para a produção do bem é maior que o benefício trazido para cada unidade. Sob tal circunstância, nenhuma unidade individual encontrará os incentivos necessários para a produção do bem, o qual, de resto, traria benefícios a todos. Nesse sentido, apresenta um resultado subótimo para os participantes, tornando-os coletivamente piores do que poderiam estar caso cooperassem (N. do Tradutor).

respostas de *bandwagon*.¹¹ Sob tais circunstâncias, uma percepção positiva de um mercado (ou país), ou a turbulência financeira numa área, poderia estender-se a outras áreas que não necessariamente compartilham características similares ou rapidamente espalhar-se sobre elas.

Finalmente, considerações de perdas financeiras e de custos macroeconômicos na esteira do colapso da intermediação financeira também provêm motivos para o envolvimento ativo dos formuladores de política econômica na administração da atividade financeira e na prevenção de seu colapso. A maior parte dos países que tiveram de solucionar uma crise do setor bancário incorreu em custos de ao menos 10% do PIB. Em alguns países (tais como Argentina e Chile), as perdas alcançaram até 50% do PIB.¹² O peso financeiro que muitas economias asiáticas, incluindo o Japão, terão de suportar sobre os ombros, a fim de reestruturar seus setores financeiros, será similar e provavelmente grande. Além disso, como a crise financeira e a recessão econômica frequentemente coincidem, a reestruturação tem de ser implementada em um ambiente macroeconômico deprimido, adicionando ainda mais para o seu custo. A crise do peso mexicano de fins de 1994/início de 1995 esteve associada a perdas consideráveis do produto tanto no México como na Argentina. A recessão na Ásia, ocasionada pela crise financeira na região, poderia muito bem ser ainda mais profunda e protelada.

Montando os alicerces de um sistema financeiro internacional mais sólido e eficiente

Se muitas razões podem ser advogadas em prol de algum grau de inspeção oficial dos fluxos internacionais de capital, sobre quais bases deveria restar tal atividade? Esta seção percorrerá várias áreas do envolvimento oficial na administração dos fluxos de capital, que são consideradas vitais para um sistema financeiro internacional sólido e prudente. Em parte, o foco também será lançado sobre o papel que o BIS está desempenhando no preenchimento de alguns desses hiatos.

(i) Transparência, divulgação e prestação de contas

Como indicado na seção anterior, a falta de informações e sua distribuição assimétrica têm sido frequentemente vistas como importantes

(11) Como notado no 68th Relatório Anual do BIS (1998), a manada pode derivar de uma prática freqüente de avaliar o desempenho dos investimentos dos administradores monetários relativamente a referências-padrão do mercado. O medo de subdesempenhos cria incentivos para evitar posições que se desviam significativamente da referência, e para copiar as estratégias bancárias uns dos outros.

(12) Ver Caprio & Klingebiel (1996).

causas das ineficiências do mercado. Com o crescimento em alcance e velocidade da intermediação financeira, a necessidade de informações suficientes e acuradas aumentou ainda mais. De fato, às informações incompletas e atrasadas, atribuiu-se em parte a repentinidade e profundidade das recentes crises financeiras da América Latina e da Ásia.¹³ Como nota Rivlin (1998), uma cultura de melhores informações e transparência trabalha em duas direções. Restringe o *boom*, ao possibilitar que investidores melhor avaliem os riscos, e contém o *bust*, ao evitar que os participantes do mercado acreditem no pior. Na mesma direção, clamou-se em altos brados, em círculos tanto oficiais como privados, pela maior geração e divulgação pública de informações que sejam abrangentes, acuradas e internacionalmente comparáveis, e que cubram as operações e os balanços dos governos, das instituições financeiras e das entidades empresariais.

A aprovação, em princípios de 1996, do Padrão de Disseminação de Dados Especiais do FMI (estimulada pela crise do peso mexicano) foi a primeira tentativa significativa de estabelecer um referencial-padrão mínimo para a divulgação de dados básicos sobre o desempenho e a política econômica, nos setores real, financeiro e externo, daqueles países que haviam ganho, ou que buscavam, acesso ao mercado internacional de capitais. Os recentes eventos na Ásia, contudo, mostraram os limites de tais padrões mínimos. Em particular, os padrões pareciam ser deficientes no campo das posições em moeda estrangeira dos países devedores (incluindo suas posições “fora-do-balanço”).¹⁴ O reconhecimento, em relação à Tailândia, de sua posição “vendida” em cerca de US\$ 28 bilhões no mercado de câmbio a prazo, em meados de 1997, tomou a maioria dos observadores de surpresa. De modo similar, as reservas utilizáveis da Coreia mostraram-se, em novembro de 1997, consideravelmente menores do que o sugerido pelos dados publicados, na medida em que uma fração significativa das reservas tinha sido colocada em agências no exterior dos bancos comerciais coreanos, a fim de provê-los com recursos para saldar suas obrigações em moeda estrangeira.

As séries de crises financeiras na Ásia também demonstraram que os hiatos na coleta de estatísticas da dívida externa permanecem grandes. É alegável que o maior hiato encontra-se relativamente à exposição em moeda estrangeira do setor não-bancário. Entretanto, mesmo nas áreas onde há melhor cobertura, seriam bem-vindos aperfeiçoamentos em termos de qualidade, do

(13) No caso do México de final de 1994, os investidores argumentaram que a falta de informações a respeito do declínio das reservas cambiais do México retardou o reconhecimento, por parte deles, dos problemas do país. A percepção crescente de que o endividamento externo de muitas economias asiáticas era muito maior que o anteriormente assumido contribuiu para o aprofundamento da crise financeira do ano passado naquela região.

(14) Alguns argumentos, entretanto, foram avançados contra a divulgação das posições líquidas das reservas oficiais numa base de “tempo real”. Em particular, a eficácia das intervenções discretas nos mercados de câmbio poderia ser reduzida por tais práticas de divulgação.

momento oportuno e de abrangência. Em particular, a natureza de prazos muitos curtos das exposições cambiais, que demonstrou ser uma importante causa da vulnerabilidade de muitas economias asiáticas, precisa ser documentada de forma mais completa. Necessita-se também da divulgação mais abrangente da exposição cambial de todo o setor público. Um elemento importante, mas freqüentemente encoberto, dessa exposição é a extensão na qual o setor público concedera garantias cambiais aos tomadores domésticos. Dado o quadro usualmente incompleto de endividamento externo que pode ser adquirido das fontes produzidas pelos próprios países devedores, levantaram-se propostas para estimular dados mais abrangentes e acurados, ao tornar a assistência multilateral, ou o nível de requerimentos de capital do setor bancário doméstico, dependentes do grau e da qualidade de divulgação dos números da dívida.

Outra área em que ainda muito tem de ser feito refere-se à formulação de indicadores de solidez bancária. As variáveis-chave na avaliação da robustez dos setores bancários em países individuais – tais como o tamanho dos empréstimos em liquidação, provisões e capitalização, políticas com respeito ao reconhecimento de perdas e análise de crédito – quase nunca estão prontamente disponíveis.¹⁵ Com o espraiamento mais amplo das inovações financeiras, informações “fora-do-balanço” que sejam confiáveis também tornam-se progressivamente importantes. Na medida em que as exposições “fora-do-balanço” aumentam, não apenas num contexto doméstico mas também nas operações financeiras internacionais, súbitas turbulências financeiras podem minar a saúde financeira dos bancos, ainda que os dados dos balanços mostrem um desempenho robusto. Isto sugere a necessidade de desenvolver padrões de mensuração e divulgação da extensão na qual as exposições “fora-do-balanço” afetam a solvência das instituições financeiras sob condições de estresse.

Mesmo quando existem informações, elas são freqüentemente desprovidas de significado ou não são internacionalmente comparáveis. Particularmente reveladoras nesse sentido são algumas das estatísticas de empréstimos em liquidação na Ásia antes da investida da crise financeira do ano passado. Embora a proporção de empréstimos em liquidação sobre o total de empréstimos não fosse insignificante na Indonésia, Malásia e Tailândia, sua tendência, nos anos anteriores à crise do ano passado, sugeriria todavia um fortalecimento nos balanços dos bancos. Na Coreia, a proporção de empréstimos em liquidação mostrava-se menor que 1% em 1996, uma taxa muito melhor que nos países industriais com sistemas financeiros sólidos. Na maior parte dos casos, preceitos lenientes (ou exigências suaves) com relação à capitalização das taxas de juros, ao reconhecimento das dificuldades de honrar as dívidas e às

(15) Uma questão particularmente difícil é a de como lidar com o dilema entre promover uma divulgação mais completa e acurada por parte dos bancos e a necessidade de salvaguardar um aspecto essencial do negócio bancário: a construção de um estoque de informações confidenciais sobre os clientes dos bancos.

rolagens dos empréstimos, distorciam as informações contidas nas estatísticas de empréstimos em liquidação.

Tabela 3
Empréstimos em liquidação como porcentagem do total dos empréstimos

	1990	1994	1995	1996 ⁽¹⁾
Argentina	16.0	8.6	12.3	9.4
Brasil	4.7	3.9	7.9	5.8
Chile	2.1	1.0	1.0	1.0
Colômbia ⁽²⁾	2.2	3.1	3.8	4.6
México ⁽²⁾	2.3	10.5	14.4	12.5
Peru	12.8	6.9	4.8	5.1
Venezuela	3.0	24.7	10.6	3.8
Hong Kong ⁽³⁾	--	3.4	2.8	2.7
Coréia	2.1	1.0	0.9	0.8
Taiwan ⁽⁴⁾	1.2	2.0	3.1	3.8
Índia ⁽⁵⁾	--	23.6	19.5	17.3
Indonésia	4.5	12.0	10.4	8.8
Malásia	20.4	8.1	5.5	3.9
Tailândia	9.7	7.5	7.7	n.d.
Itens para nota:				
Estados Unidos	3.3	1.9	1.3	1.1
Japão ⁽⁶⁾	--	3.3	3.3	3.4 ⁽⁷⁾
Itália	5.2	8.1	9.3	10.1

⁽¹⁾ Dados preliminares, ⁽²⁾ Apenas bancos comerciais. Os números para o México em 1995 e 1996 incorporam os efeitos dos programas especiais para lidar com empréstimos ruins. Sem tais programas, os números teriam sido 19.3 em 1995 e 24.2 em 1996, ⁽³⁾ Apenas os bancos incorporados localmente, ⁽⁴⁾ Empréstimos devidos no passado, ⁽⁵⁾ Apenas bancos do setor público, ⁽⁶⁾ Anos fiscais, ⁽⁷⁾ Setembro de 1996; incluindo os empréstimos reestruturados, o número é 4.5%.

Fonte: BIS (67th Annual Report, 1997).

Um instrumento importante para criar maior transparência seria, portanto, a reunião de um conjunto de padrões internacionalmente aceitos de contabilidade. Princípios sólidos de contabilidade, que buscassem a relevância, o momento oportuno e a comparabilidade (e não a quantidade) são a chave para uma avaliação acurada da condição financeira dos bancos por parte dos participantes, oficiais e privados, do mercado, e estão no epicentro dos requerimentos regulatórios de capital.

Parte do trabalho do BIS está centrada no preenchimento de alguns dos hiatos identificados acima. As estatísticas bancárias internacionais do BIS estão sendo revistas para aperfeiçoar não apenas seu momento oportuno, mas também sua abrangência em termos dos países cobertos e de seu contexto (classificação de acordo com o risco último).¹⁶ Adicionalmente, muitas propostas foram

(16) A classificação de acordo com o risco último implica que as contrapartes são identificadas de acordo com o país no qual estão localizados os garantidores últimos e/ou os escritórios centrais das agências.

levantadas pelo Comitê da Basileia para a Supervisão Bancária, com o intuito de formular práticas ou preceitos sólidos em relação à avaliação e provisão de empréstimos¹⁷ e à divulgação de informações, e muitas iniciativas foram tomadas a fim de promover a transparência e confiabilidade das informações na área das atividades de derivativos.

A provisão de informações mais completas e confiáveis, contudo, não é necessariamente uma garantia de um funcionamento mais sólido do sistema financeiro internacional. Em várias circunstâncias, ignorar-se-ão as informações relevantes e acuradas.¹⁸ Se há uma alta probabilidade de que os credores serão resgatados via iniciativas de recursos financeiros internacionais, ou de que as obrigações dos devedores serão assumidas pelo setor público, mesmo as melhores e mais abrangentes informações provavelmente não alterarão de modo significativo o comportamento do investidor e do tomador. A percepção de que a diversificação de porta-fólio elimina a maior parte do risco também pode induzir os investidores a desconsiderarem as informações disponíveis. Além disso, o senso de euforia, que às vezes afeta igualmente os investidores e os tomadores, pode obliterar os sinais de alerta possivelmente contidos nas informações disponíveis ao público. Finalmente, ainda que as informações estejam amplamente disponíveis, o fato de que elas requerem habilidades analíticas adequadas para que seu conteúdo possa ser interpretado de forma correta permanece como uma simples verdade.¹⁹

(ii) Regulação e supervisão prudencial

As instituições financeiras desempenham um papel de pivô na intermediação dos fluxos internacionais de capital. A natureza de suas operações, contudo, expõe-nas a uma ampla variedade de vulnerabilidades. Bons levantamentos das muitas causas da fragilidade do setor financeiro

(17) Esta é uma tarefa assaz complexa, na medida em que a maior parte dos ativos bancários, tais como empréstimos, tende a ser bastante ilíquida, e falta freqüentemente uma medida prontamente disponível do valor de mercado desses ativos.

(18) Um exemplo são as estatísticas bancárias internacionais do BIS, as quais mostravam claramente a rápida acumulação de dívidas de curto prazo por parte de muitas economias asiáticas bem antes da erupção da turbulência financeira, mas que pouco fizeram para retardar o ritmo de extensão de créditos à Ásia pelos bancos de muitos países industriais.

(19) Um papel vital no processamento, disseminação e avaliação das informações das operações financeiras internacionais é desempenhado pelas agências de classificação de crédito. Como os bancos têm crescentemente levantado fundos nos mercados internacionais e têm-se engajado em operações *cross-border* entre si, os supervisores de muitos países têm estimulado (ou forçado) os bancos a buscar e publicar uma classificação do crédito. As atividades das agências de classificação de crédito, portanto, têm-se expandido fortemente nos anos recentes. Suas ações na recente crise asiática, entretanto, têm sido o alvo de severas críticas. Antes da crise, elas parecem ter deixado de rever suas classificações em larga medida, ainda que as condições econômicas deteriorassem-se consideravelmente. Apenas após um período relativamente longo de turbulência financeira, suas avaliações mudaram radicalmente, aos olhos de muitos observadores agravando ainda mais a crise. Para uma discussão do papel das agências de classificação de risco, ver BIS (1997).

encontram-se em BIS (1996), Goldstein & Turner (1996), *Group of Ten* (1997), e Lindgren et al. (1996). Embora a vulnerabilidade seja uma característica comum das instituições financeiras, quer nas economias industriais quer nas de mercado emergente, o grau de vulnerabilidade é geralmente maior entre as instituições dos países em desenvolvimento.

Uma causa central da fragilidade do setor financeiro é sua operação num ambiente marcado por uma significativa volatilidade macroeconômica, a qual pode alterar repentina e drasticamente a relação entre o valor dos ativos e o dos passivos. Tal volatilidade pode refletir uma variedade de fatores, incluindo choques nos termos de troca, mudanças no nível das taxas de juros internacionais (que podem subitamente reverter os fluxos internacionais de capital), oscilações nas taxas reais de câmbio, ciclos de crescimento pronunciados e um ambiente instável de inflação.

Além disso, a reforma e desregulamentação financeira deixam freqüentemente as instituições financeiras, acostumadas a controles perversivos, despreparadas para o desafio das condições mais competitivas de mercado. Isso resulta, com freqüência, em decisões de investimento e de *funding* erradas ou imprudentes. Em particular, a reforma financeira tende a ser acompanhada por *booms* de empréstimo, os quais podem resultar em (e, por sua vez, serão alimentados por) uma bolha nos preços de ativos. Quando tal bolha eventualmente explode, as instituições financeiras podem deparar com uma montanha de empréstimos de liquidação duvidosa e/ou podem sofrer uma correção drástica no valor de seus ativos negociáveis. A atividade de créditos excessivos e imprudentes pode também ser detonada pelas expectativas superotimistas que são alimentadas por um período prolongado de rápido crescimento.²⁰

A escolha do regime cambial também pode ter uma posição importante na solidez da intermediação financeira. Um regime de câmbio fixo ou *pegged* é por vezes mantido por demasiado tempo, em parte porque o contínuo apoio ao regime é considerado necessário para ajudar na sustentação da credibilidade da política econômica das autoridades. Enquanto isso, entretanto, o regime de câmbio *pegged* pode ter ofuscado as percepções de risco cambial, convidando os tomadores a assumirem grandes exposições cambiais sem cobertura (particularmente quando as taxas de juros domésticas são relativamente altas). Como tais exposições são usualmente intermediadas pelos bancos, os últimos indiretamente assumem riscos muito maiores do que mostrado por seus balanços.

Em muitos casos, a administração empresarial inepta (ou às vezes fraudulenta) explica a fragilidade das instituições financeiras. Freqüentemente,

(20) Isto é freqüentemente identificado como a “síndrome de sobreempréstimo”, descrita por McKinnon & Pill (1996).

falta uma sólida cultura de administração de risco, de procedimentos para aprovação de empréstimos, de controles e auditorias internos, ou então a supervisão por parte de diretores e administradores seniores é inadequada. Os empréstimos a empresas controladas ou coligadas, ou os empréstimos excessivos a um único tomador ou a um conjunto relacionado de tomadores, continuam práticas comuns em vários países (em particular naqueles com uma história de bancos de propriedade estatal, ou com estruturas opacas de propriedade). O envolvimento governamental contribui ocasionalmente para minar os incentivos à melhor administração empresarial: a prática de tomar decisões de empréstimo dependentes da direção governamental relega as considerações de avaliação da capacidade de pagamento dos tomadores a um nível secundário de importância. Em outros casos, os esforços de aperfeiçoar a administração empresarial são minados por procedimentos inadequados de insolvência.

Finalmente, podem surgir problemas no setor financeiro quando os diferentes acionistas defrontam com incentivos distorcidos. Se os acionistas não são os primeiros a arcarem com os custos de decisões imprudentes de investimento, de *funding* ou de empréstimo, erodir-se-á seu papel crucial na inspeção das decisões administrativas ou das políticas de administração de risco. Os administradores, também, devem ter muitas coisas em jogo (seus empregos, por exemplo) para que se tornem sensíveis aos riscos que suas decisões acarretam. Podem surgir também problemas com respeito aos esforços de monitorização por parte dos depositantes. Para muitos dos incentivos distorcidos, é central o impacto das redes domésticas e internacionais de segurança – tais como o seguro de depósitos, as disposições de prestador-de-última-instância, as garantias oficiais, as políticas de saída e as operações multilaterais de apoio financeiro – sobre o comportamento de todos aqueles que têm interesse no funcionamento das instituições financeiras.

Todas essas causas da fragilidade do setor financeiro foram amplamente reconhecidas e, de fato, já se completaram muitos trabalhos que sugerem soluções a tais problemas. Em duas áreas, as contribuições do BIS foram significativas.²¹ Primeiro, uma realização marcante para a promoção de atividades bancárias comerciais mais robustas foi a compilação, em setembro de 1997, dos “Princípios Centrais para uma Supervisão Bancária Efetiva” pelo Comitê da Basileia para a Supervisão Bancária. Os 25 princípios definidos naquele documento estão resumidos no Anexo 1 deste artigo. Tais princípios centrais procuram ser abrangentes em muitos aspectos. Primeiro, eles se aplicam aos diferentes estágios de vida de um banco. Segundo, eles cobrem bancos ativos tanto doméstica como internacionalmente, em economias tanto industriais como de mercado emergente. E, terceiro, eles foram projetados a partir da

(21) Uma terceira área é o desenvolvimento de um arcabouço para avaliação dos sistemas bancários de controle interno, os que poderia ajudar no aperfeiçoamento da administração empresarial.

utilização dos materiais de um grupo de supervisores que se estendia muito além dos tradicionais países do G-10.²²

Em segundo lugar, desde o Acordo de Capital da Basileia de 1998, os requerimentos mínimos de adequação de capital ganharam amplo apoio. Tais requerimentos de capital, baseados em níveis relativos de exposição a diferentes formas de risco de crédito (quer dentro dos balanços quer fora deles), têm estado no coração dos esforços regulatórios para que os bancos atuem mais prudencialmente.²³ O princípio de adequação mínima de capital ganhou aceitação mundial (mesmo para aqueles bancos não ativos internacionalmente) e também está incluído nos princípios gerais.

O princípio da capitalização adequada, tal qual atualmente em vigor, poderia muito bem ser beneficiado por uma série de refinações. Primeiro, passe-se freqüentemente por cima do fato de que os requerimentos de capital são requerimentos mínimos. Como notado, muitas economias de mercado emergente são marcadas por um ambiente macroeconômico volátil, e seus sistemas financeiros podem estar dominados por bancos com porta-fólios não diversificados quanto aos ativos, com um alto grau de transformação da maturação (usualmente porque não existem mercados de capital de prazos mais longos) e com baixa lucratividade. Para tais países, os requerimentos de adequação de capital do Comitê da Basileia são provavelmente baixos demais para assegurar com que os bancos não apenas estejam sensíveis aos riscos que correm nas transações financeiras internacionais, mas que também sejam capazes de contê-los caso se materializem.²⁴

Além disso, talvez seja necessário pensar na questão de como o arcabouço de adequação de capital pode ser adotado, a fim de tornar os bancos das economias de mercado emergente mais conscientes dos riscos de se tomar empréstimos em moeda estrangeira e repassá-los domesticamente. Na Tailândia, em particular, onde promoveu-se o desenvolvimento de um setor financeiro *offshore* através da *Bangkok International Banking Facility*, tais práticas foram disseminadas imediatamente antes da crise. Embora a exposição cambial dos bancos não se altere como resultado dessas operações, eles poderiam se tornar subitamente expostos ao risco de crédito, caso uma mudança significativa da taxa de câmbio fizesse com que devedores (os quais freqüentemente não possuem uma fonte significativa de rendimentos em moeda estrangeira para

(22) O padrão bancário internacional advogado por Goldstein (ver Goldstein 1996a e 1996b) cobre alguns princípios do mesmo campo dos Princípios Centrais do Comitê da Basileia. O primeiro, entretanto, endereça mais rigorosamente alguns dos requerimentos específicos dos bancos nas economias de mercado emergente. Goldstein também defende que se tornem públicos os países que satisfazem o padrão.

(23) Desde seu início, o Acordo de Capital foi ampliado em muitas áreas. Uma extensão significativa ao Acordo, em 1995, foi a criação dos requerimentos de capital para cobrir riscos de mercado nas transações de porta-fólio, calculados nas bases dos próprios modelos internos dos bancos.

(24) Os casos da Argentina, do Brasil e do Chile são notáveis, visto que os requerimentos de capital são definidos em níveis muito mais altos que as taxas mínimas recomendadas pelo Comitê da Basileia.

proteger sua exposição) não honrassem suas dívidas denominadas em moeda estrangeira. Uma proposta seria sujeitar aos encargos de capital tais exposições cambiais implícitas. Em alternativa, poder-se-ia designar ponderações de risco para os empréstimos em moeda estrangeira com propósitos de repasse doméstico, onde o risco elevar-se-ia com o crescimento do tamanho dessas operações.²⁵

Talvez tal arcabouço de ponderação de riscos, enraizado nos requerimentos de adequação de capital da Basileia, também esteja necessitando de alguma refinação do lado dos bancos credores. Em várias ocasiões, o Presidente do *Board of Governors* do *Federal Reserve* dos Estados Unidos, Greenspan, notara os incentivos possivelmente perversos que os requerimentos de adequação de capital da Basileia podem criar para os fluxos de capital de curto prazo: enquanto tais fluxos potencialmente voláteis carregam uma ponderação de risco de 20%, aos fluxos de prazos mais longos (e, para os países receptores, mais estáveis) são designadas ponderações de 100%. Além disso, tais ponderações de risco são estipuladas num nível uniforme para todos os países fora da OCDE. Dada a grande diversidade da força do setor financeiro entre tais países, é legítimo questionar se uma maior diferenciação nas ponderações de risco entre os países não deveria ser considerada. Se possível, sua efetuação deveria ser baseada em processos liderados pelo mercado. Isso envolveria requerer aos bancos para que determinem suas próprias ponderações de risco, na base de seus modelos internos de avaliação de risco-país (com os supervisores verificando a robustez dos modelos ou de suas técnicas de cálculo). Entretanto, se tal abordagem não funcionar, poderá ser necessária a especificação das ponderações de risco-país oficialmente definidas, na base de um conjunto de indicadores razoavelmente objetivo das capacidades de pagamento (por exemplo, classificação de créditos, avaliação da solidez da supervisão nos países devedores).

O progresso no estabelecimento de um arcabouço consolidado de supervisão é uma ameaça adicional na área regulatória. As barreiras setoriais têm sido progressivamente quebradas, enquanto disseminaram-se os conglomerados financeiros internacionais. Isso significou que suas atividades e produtos estão sujeitos a uma multiplicidade de regulações nacionais e específicas a indústrias, com algumas áreas não sendo absolutamente supervisionadas. Apesar dos contatos crescentes entre os supervisores bancários, representados no Comitê da Basileia, e suas contrapartes nas indústrias de títulos e seguros (respectivamente IOSCO e IAIS), o progresso na

(25) Os empréstimos externos também tendem a ser estimulados por garantias governamentais explícitas ou implícitas. Em situações de crise, contudo, os governos freqüentemente não são capazes de honrar tais garantias. Pode, portanto, ser necessário que os encargos de capital sobre empréstimos externos com garantias sejam estipulados em valores mais altos do que atualmente o são, ou que um requerimento de reserva seja imposto (como proposto, por exemplo, em Greenspan, 1998).

supervisão consolidada e na cooperação regulatória tem sido lento.²⁶ Nessa área, também, a perspectiva de se progredir através de processos liderados pelo mercado poderia ser significativa. Como nota White (1997), levantaram-se propostas para induzir os maiores conglomerados internacionais a estabelecer, promulgar e inspecionar seus próprios padrões industriais.

A fragmentação geográfica da supervisão entre os países individuais também freqüentemente entra em choque com a globalização das operações das instituições financeiras. Princípios e padrões mínimos, em relação aos bancos com operações externas, foram estabelecidos pelo Comitê da Basiléia. Entretanto, impedimentos legais, cuja remoção pode se revelar difícil, muitas vezes atrapalham o caminho de um fluxo eficiente de informações necessárias à efetiva supervisão e coordenação das ações corretivas.²⁷ Ainda mais espinhosa é a questão da necessidade, ou não, de algum tipo de mecanismo para a avaliação do desempenho das autoridades supervisoras dos países individuais. Ainda permanecem sem resposta questões de se tal tarefa deveria ser realizada (caso o devesse realmente) através de revisões ordinárias, de um comitê de especialistas (organizado sobre bases multinacionais ou nacionais) ou de uma instituição financeira internacional,²⁸ e de como a resistência natural a tal “supervisor dos supervisores” poderia ser reduzida ou superada.

De fato, tão difícil quanto a formulação de padrões, práticas ideais ou normas internacionalmente aceitáveis, é o processo de sua adoção e implementação. Numa certa medida, poder-se-ia contar com as forças de mercado – sob a forma de diferenças, específicas ao país, no custo do financiamento internacional ou na facilidade de acessar os mercados externos – para induzir as autoridades e os participantes do setor privado a adotarem os padrões internacionais na área de regulação e supervisão prudenciais.²⁹ No melhor dos casos, contudo, o progresso na implementação internacional de padrões através das forças de mercado será lento. Uma rota mais rápida dependerá do grau de apoio político que pode ser adquirido para a reforma extensiva na área da administração do sistema financeiro. Tal vontade política nem sempre é muito grande. As organizações internacionais (em particular o FMI e o Banco Mundial), portanto, terão de continuar a desempenhar um papel vital na monitorização do progresso, e na garantia de consistência, da

(26) Tal cooperação foi formalizada pela criação, no início de 1996, do Fórum Conjunto. Para mais detalhes das atividades do Fórum Conjunto, ver Desario (1998).

(27) Ver, por exemplo, White (1998) e Filosa (1998).

(28) Henry Kaufman sugeriu uma estrutura supervisória internacional, à qual seria designada a avaliação e a aprovação dos sistemas prudenciais daqueles países que gostariam de tomar emprestado dos mercados internacionais.

(29) Os impedimentos legais também são importantes em outras áreas, nas quais estão sendo realizados trabalhos em direção ao estabelecimento de normas internacionais, tais como contabilidade, práticas de administração de risco, administração empresarial, sistemas de pagamento e compensação.

interpretação de normas através dos diferentes países, assegurando com que, ao exercerem tal tarefa de inspeção, não criem outra fonte de risco moral.

(iii) Liberalização da conta de capitais

O reconhecimento dos benefícios significativos da intermediação financeira global tem, em princípio, como corolário a promoção do livre fluxo de capital financeiro. Tal princípio foi recentemente endossado pela comunidade internacional, sob a forma de uma proposta de reformar os Artigos do Acordo do FMI, a fim de tornar a liberalização dos movimentos de capital um dos propósitos do FMI e de estender, conforme a necessidade, sua jurisdição a tal matéria. Na prática, a crescente percepção de que a inovação financeira, e a maior facilidade de movimentação do capital financeiro, erodiram a eficácia das restrições às transações financeiras *cross-border*, atuou como uma força poderosa para a promoção de um regime liberal de transações de capital.

Ainda que a liberalização da conta de capitais seja um elemento vital para um sistema financeiro internacional eficiente no longo prazo, a transição para tal estágio nem sempre é suave. Os novos riscos, que precisam ser encarados num ambiente internacional mais liberal (no qual é mais difícil obter as informações e mais complexo monitorar o desempenho), resultaram freqüentemente em episódios de turbulência financeira. Muitos comentadores apontaram, de fato, a extensiva liberalização dos fluxos de capital no início dos anos 90 como um dos muitos fatores que detonaram, se não causaram, a série de crises na Ásia – primeiro, ao promover o sobreaquecimento econômico, quando os capitais amontoaram-se na região até o final de 1996; e, então, ao precipitar a crise, quando os fluxos de capital reverteram-se repentina e massivamente no ano passado.³⁰ Não por acaso, o debate acerca dos méritos relativos e das desvantagens dos livres movimentos de capital, e acerca da rota da liberalização da conta de capitais, ganhou intensidade na esteira da recente crise financeira das economias de mercado emergente. Ao menos para alguns observadores, os problemas associados aos fluxos de capital de curto prazo foram considerados superiores aos seus benefícios.

Parece haver emergido um amplo consenso em favor de um processo de liberalização da conta de capitais que seja ordenado, no sentido de que sua velocidade dependa da verificação de várias pré-condições.³¹ As duas mais

(30) Uma observação sóbria, entretanto, é que a turbulência financeira foi melhor contida nas economias que, tais como Hong Kong e Cingapura, tendiam a apresentar os regimes de fluxos de capital mais liberais da região.

(31) Para citar o diretor administrativo do FMI, a liberalização da conta de capitais deve ser “arrojada em sua visão, cautelosa em sua implementação”. Tal questão foi recentemente discutida num seminário do FMI, resumido em IMF (1998).

importantes são o estabelecimento de um ambiente macroeconômico estável, incluindo políticas fiscal e monetária disciplinadas e efetivas, e progresso suficiente no estabelecimento de um arcabouço prudencial sólido, particularmente no setor financeiro. Dependendo do grau de sucesso na verificação dessas pré-condições, um programa crível de liberalização progressiva da conta de capitais poderia ser especificado. Entretanto, a implementação de fato do programa, no desejado esquema gradual e seqüencial, pode nem sempre ser uma opção. A desregulação no país e no exterior, a inovação e globalização financeiras, mais que o programa de liberalização externa cuidadosamente desenhado pelas autoridades, podem realmente ditar o ritmo no qual as transações internacionais de capital são liberadas.

Dada a discricção por vezes limitada das autoridades com relação à liberalização externa, e as dúvidas acerca dos méritos dos fluxos de capital de curto prazo, muitos comentadores sentiram que os controles de capital deveriam permanecer como um instrumento-padrão de política econômica. Especialmente aqueles controles que repousam sobre o mecanismo de preços para influenciar os fluxos de capital (em particular os de natureza de curto prazo) ganharam apoio significativo.³² Muitos países impuseram, portanto, requerimentos de reserva sobre algumas ou todas categorias de entrada de capital, na esperança de reduzir o risco de sua reversão e de fornecer à política monetária um grau adicional de independência. O caso do Chile foi freqüentemente citado para ilustrar os méritos potenciais deste tipo de controle sobre as entradas de capital. Além disso, a imposição de controles sobre as entradas de capital foi ocasionalmente advogada com o intuito de conceder tempo às autoridades para que formulassem correções na política econômica e para que implementassem algumas medidas.³³

Apesar da aceitação crescente dos controles de capital ante a muitas crises financeiras das economias de mercado emergente nos últimos anos, sua eficácia tem permanecido duvidosa sob vários aspectos. Primeiro, os controles

(32) O interesse em encontrar mecanismos para desacelerar a onda crescente de intermediação financeira global levou, nos anos recentes, a uma revivificação do *Tobin tax*, uma idéia lançada no início dos anos 70 para resistir à especulação desestabilizadora através da criação de um imposto sobre as transações cambiais (ver Haq et al., 1996, para uma revisão detalhada da proposta do *Tobin tax*). Uma vantagem desse imposto seria que os fluxos (de prazo mais curto) seriam desestimulados tanto nos países ofertantes como receptores. Entretanto, um *Tobin tax* requereria também um alto grau de cooperação política internacional. Para desestimular surtos de entrada de capitais de porta-fólio nas economias de mercado emergente, Griffith-Jones (1998) defendeu recentemente a imposição de requerimentos de reserva sobre os fluxos operados por investidores institucionais. O nível requerido de reservas em moeda poderia ser uma função do nível de risco macroeconômico percebido no país receptor. Tal proposta procura controlar os fluxos de capital em sua origem, mais que em seu destino.

(33) Para uma revisão extensiva da racionalidade e do impacto dos controles sobre transações de capital, ver Dooley (1996).

de capital são tipicamente eficientes apenas por um curto período de tempo, antes que se encontrem modos de circundá-los. Nesse sentido, eles são, no melhor dos casos, arranjos transitórios. Para sustentar a eficiência dos controles e lidar com novas burlas, é colocado em movimento um processo de restrições ou impostos cada vez mais complexos e disseminados. Guitian (1998) nota que o impacto dos controles de capital do Chile não se prolongava muito além do ano em que eram introduzidos. Tal observação parece ser confirmada pelos dados da Tabela 4, os quais indicam que o endividamento bancário de curto prazo do Chile não é significativamente diferente de outros países.

Tabela 4
Maturação dos haveres bancários sobre as economias de mercado emergente
(fração em % dos haveres bancários de menos de um ano
em relação ao total dos haveres bancários)

		Final				Nota: Como % das reservas cambiais (fim de 1997)
		1994	1995	1996	1997	
Todas as economias emergentes		54.2	56.0	56.0	56.1	70.8
América Latina		51.3	52.3	53.7	54.8	93.0
dos quais:						
	Argentina	53.4	56.5	56.3	57.2	154.7
	Brasil	50.3	55.9	63.0	64.1	96.3
	Chile	53.7	54.7	51.2	49.8	61.0
	Colômbia	50.5	53.1	39.3	40.0	77.8
	México	51.3	45.4	44.7	44.6	95.7
	Venezuela	26.1	24.4	28.4	38.4	32.7
Ásia		62.9	63.5	61.5	60.6	65.7
dos quais:						
	China	44.0	47.6	48.9	53.5	23.7
	Indonésia	60.9	61.9	61.7	60.6	213.3
	Coréia	70.9	70.0	67.5	63.1	292.0
	Malásia	48.8	47.1	50.3	53.1	70.3
	Filipinas	46.4	48.8	58.2	60.4	164.1
	Tailândia	70.6	69.4	65.2	65.9	148.2
Europa Oriental		35.2	39.1	44.2	43.4	76.8

Fontes: BIS, a maturação, a distribuição setorial e de nacionalidade dos empréstimos bancários internacionais; e FMI. *International Financial Statistics*.

Segundo, a eficiência dos controles pode ser particularmente modesta sob condições de turbulência financeira. Tanto a Indonésia como a Tailândia recorreram a controles para lidar com suas crises monetárias do ano passado, com resultados insignificantes (se não perversos). Uma razão importante pela qual os controles não são eficientes é que a alíquota de tributação sobre os fluxos de capitais enraizada nos controles é geralmente baixa demais para deter um ataque especulativo motivado por expectativas de uma grande correção na taxa de câmbio (Portes & Vines, 1997). Além disso, caso implementados

quando na ameaça de erupção de uma crise, os controles podem enviar um sinal negativo, desestimulando, num momento crítico, as entradas líquidas de capital. Terceiro, o tempo extra que pode ser criado pelos controles para adaptação à posição da política econômica poderia do mesmo modo ser facilmente abusado, para manter o apoio a um arcabouço de política econômica desapropriado ou para permitir com que bancos fracos, mal-administrados, sobrevivam. Quarto, os controles freqüentemente ferem a outra parte, convidando à retaliação. E, finalmente, caso aplicados em áreas nas quais um alto grau de liberalização já fora alcançado, os controles de capital tendem a conduzir a uma erosão da confiança e da credibilidade na política econômica. O preço por tal perda é quase inevitavelmente um prêmio de taxa de juros sobre os ativos financeiros do país que impõe os controles e, em alguns casos, um novo padrão perverso de fluxos de capital (por exemplo, os controles que buscavam a desaceleração das saídas de capital causam o esgotamento das entradas de capital).

Gerenciamento das crises

Mesmo com fortes fundamentos macroeconômicos e estruturais em vigor, as relações financeiras internacionais continuarão a ser marcadas por ataques ocasionais de turbulência financeira e por crises abertas. Dadas a escala da globalização financeira, e a profundidade dos mercados financeiros de hoje, uma “corrida” contra um país, muito semelhante a uma clássica corrida bancária doméstica, pode ocorrer quando se evapora repentinamente a confiança na capacidade das autoridades em manter a estabilidade no ambiente econômico e financeiro. Como no caso das corridas bancárias, uma corrida a um país particular espalha-se freqüentemente para outros países. Tal contágio por vezes reflete interligações financeiras e econômicas, que transpõem a vulnerabilidade de uma economia para outras economias relacionadas. Às vezes, entretanto, o contágio acontece por razões menos fundamentais, como o tratamento indiscriminado, por parte dos detentores de ativos, em relação aos vários tomadores ou países devedores, ou ainda como as estratégias de porta-fólio (por exemplo, *proxy hedging*), nas quais as perdas em um mercado detonam vendas em outros mercados para fins de geração de liquidez. Como a possibilidade de um irrompimento repentino de turbulência financeira não pode ser descartada, a resolução de crises será uma parte integral da administração do sistema financeiro internacional.

A reação da política econômica nacional e internacional a uma crise financeira repousa sobre vários elementos, um tratamento abrangente dos quais não pode ser realizado no âmbito deste artigo. Em lugar disso, desenvolver-se-ão três aspectos selecionados, os quais têm permanecido na linha de frente das

discussões recentes. Eles se relacionam à escolha das políticas domésticas para a estabilização da situação financeira, à divisão dos custos entre os setores oficial e privado, e ao recurso à suspensão dos pagamentos de dívidas.

A reação das políticas domésticas

Muito foi escrito, na esteira da crise asiática, sobre a reação apropriada de política econômica, diante do irrompimento súbito da turbulência financeira a que foi submergida a região. Em contraste com muitas crises financeiras anteriores, não se podia responsabilizar alguma importante falta de disciplina fiscal ou monetária pela crise na Ásia. No entanto, sob direção do FMI, muitas economias asiáticas optaram por restringir a política fiscal (ao menos nos estágios iniciais) e principalmente a política monetária, a fim de combater a turbulência financeira. Dada a posição central, tanto da fragilidade financeira como da má supervisão, nos problemas financeiros da maioria dos países, tal opção de restrição macroeconômica tradicional tornou-se vítima de críticas freqüentemente ásperas. Em particular, sentia-se que a reação da política econômica exacerbava as forças recessivas nas economias atingidas pela crise, e portanto complicava a verdadeira tarefa de implementação da reestruturação financeira e empresarial.

A elevação das taxas de juros, enquanto instrumento para lidar com a turbulência financeira, é uma escolha particularmente delicada de política econômica. Uma elevação das taxas de juros deveria auxiliar na estabilização da taxa de câmbio e, ao fazê-lo, na preservação da viabilidade das empresas fortemente expostas ao risco cambial. A fim de alterar efetivamente os sentimentos dos investidores e estabilizar as expectativas cambiais, tal elevação deve ser substancial; elevações modestas geralmente alimentam expectativas de elevações adicionais das taxas de juros e, portanto, provavelmente não interrompem as saídas de capital, nem promovem entradas renovadas de capital. Entretanto, uma política rigorosa de taxas de juros, direcionada à estabilidade cambial, vai de encontro àqueles endividados em moeda doméstica. Caso se perceba que as altas taxas de juros resultam em um grau de vulnerabilidade empresarial (e, por sua vez, de vulnerabilidade do setor financeiro) muito mais elevado, a confiança dos investidores não deve retornar (e, na medida em que as taxas de juros são empurradas ainda mais para cima, ela pode mesmo erodir-se adicionalmente), e não se abaterá a pressão sobre a taxa de câmbio. As altas taxas de juros podem ainda deflacionar os preços dos ativos, um ajuste que poderia ser particularmente agudo caso tais preços estivessem anteriormente numa tendência prolongada de ascensão: daí poderiam resultar efeitos negativos adicionais sobre os fluxos de entrada de capital e sobre a recuperação

econômica. Além disso, a combinação de altas taxas de juros, deflação das bolhas de preços de ativos e enfraquecimento das posições financeiras nos setores financeiro e empresarial pode conduzir a um período prolongado de racionamento do crédito, o qual deprimirá ainda mais a economia e ampliará o custo de implementação de reformas estruturais.³⁴

Entretanto, a possibilidade de surgimento de um sério dilema de política econômica não implica que o aperto macroeconômico deveria ser descartado para lidar com crises financeiras centradas sobre frágeis setores financeiros e empresariais. Mais precisamente, indica que, em si, o aperto monetário (e fiscal) não pode restaurar a confiança. Para alcançá-lo, é necessária a pronta e rigorosa implementação de reformas microeconômicas. Um grau muito maior de diversidade caracteriza as políticas de reforma estrutural; a experiência com sua implementação é muito menor; e elas provavelmente renderão frutos apenas após um longo período de esforços sustentados, com o período intermediário caracterizado por muita incerteza. A formulação de reformas microeconômicas e a mensuração e monitorização de seu progresso serão portanto tarefas desafiadoras. Uma das mais importantes questões nesse sentido é a apropriada divisão do trabalho, nas áreas de conselho, inspeção e monitorização, entre as instituições melhor posicionadas para tanto (por ex.: os diferentes agrupamentos de regulatórios do setor financeiro, o FMI e o Banco Mundial).

Financiamento externo e divisão dos custos entre os setores oficial e privado

As crises financeiras dos anos 90 foram acompanhadas por uma elevação muito acentuada do financiamento externo oficial. Nos casos da Indonésia, México e Tailândia, os créditos *standby* do FMI excederam suas quotas como países individuais em pelo menos cinco vezes; no caso da Coreia, os créditos não eram menos de 19 vezes a quota do país. Além disso, tais créditos do FMI foram suplementados por pacotes de assistência oficial multilateral e bilateral, os quais adicionavam outros \$ 116 bilhões para os quatro países considerados.

A escala de assistência oficial para países às voltas com crises financeiras estimulou duas preocupações. Primeiro, apesar da grande injeção de fundos oficiais nas recentes operações de resgate, a explosão de intermediação financeira internacional estreitou consideravelmente o alcance da satisfação, através das operações oficiais de resgate, das exigências de financiamento imediato dos países em crise. Alguns observadores argumentam que se deveria prevenir a escalada adicional dos pacotes de financiamento oficial, sujeitando-os, por exemplo, a limites mais estreitos. Defenderam-se, portanto, limites mais

(34) Um problema mais técnico, com relação ao instrumento de taxa de juros num ambiente de expectativas incertas e cambiantes, é o da aferição precisa de qual taxa de juros real é implicada por um nível nominal particular. Uma complicação adicional pode ser a escolha do deflator de preços para calcular a taxa real.

estritos aos créditos do FMI, ou pelo menos uma aplicação mais estrita das normas gerais de empréstimos do FMI (e, associados a isso, limites mais estreitos a outras fontes de financiamento oficial), a fim de enfraquecer a tendência dos participantes do mercado em julgar novos pacotes de apoio oficial pelo padrão conformado pelos anteriores. Outros observadores, entretanto, argumentam que não se pode ignorar que o atual ambiente de fluxos de capital substanciais e potencialmente voláteis podem exigir um grau bastante alto de flexibilidade, a fim de responder adequadamente a súbitas alterações nos sentimentos dos investidores: limites mais estreitos aos financiamentos oficiais podem ir de encontro a tal flexibilidade. Alguns até argumentaram enfaticamente em favor da criação de um instrumento ilimitado de prestador-de-última-instância internacional, para lidar com situações de iliquidez nos mercados internacionais que tenham implicações sistêmicas.

Uma segunda preocupação, talvez mais urgente, é como comprometer mais ativamente o setor privado nas operações de resgate. O fato de que a participação do setor privado possa ser instrumental na contenção de uma crise financeira foi demonstrado, por exemplo, pelo caso da Coréia: a economia pareceu marcar-se por maior estabilidade cambial apenas quando um acordo com os bancos credores foi alcançado em fins de 1997. Num nível mais fundamental, a promoção de acordos efetivos de divisão de custos com o setor privado é motivada pela necessidade de conceder a esse setor os incentivos necessários não apenas para contribuir ao financiamento das operações de resgate, mas para auxiliar na prevenção de uma crise financeira.

O princípio de que devedores e credores deveriam ser recompensados por correrem riscos, mas que também deveriam estar preparados para carregar ao menos parte do custo das perdas caso tais riscos se materializem, é uma força primária para assegurar que a intermediação financeira produza uma alocação de recursos sólida e eficiente e que as implicações de risco moral das operações oficiais de resgate sejam minimizadas. Foi frequentemente argumentado que tal princípio fora negligenciado quando a crise do peso mexicano foi estancada pela provisão de financiamentos oficiais de larga escala, o que permitiu com que classes inteiras de investidores, em particular detentores de papéis governamentais indexados ao dólar, escapassem sem perdas. Tem-se concedido atenção crescente, portanto, aos modos para impor uma maior divisão dos custos sobre todos os investidores do setor privado, seja compelindo-os a afrouxar os prazos e condições das obrigações existentes, seja induzindo-os a prover novos financiamentos.

Infelizmente, a participação do setor privado na resolução de crises financeiras tornou-se muito mais complexa nos mercados financeiros internacionais de hoje. Na crise da dívida do início dos anos 80, a relação devedor-credor típica era aquela entre um devedor soberano individual e um

comitê composto por um número limitado de bancos dos centros monetários. Mesmo sob tal cenário relativamente simples de barganha, o acordo de reestruturação das dívidas levou um longo tempo para ser concluído. O modelo atual de intermediação financeira internacional é caracterizado por uma diversidade muito maior, quer do lado dos emprestadores quer dos tomadores, e por maior complexidade dos instrumentos financeiros. No caso do México de final de 1994/princípio de 1995, um devedor soberano deparava com um grande número de credores, cujos haveres estavam na forma de títulos; no caso mais recente da Ásia, a maioria dos devedores era constituída por entidades do setor privado (financeiras e não-financeiras), as quais negociavam com um conjunto de credores igualmente diverso e numeroso. Sob tais circunstâncias, a incerteza é grande, existe uma falta aguda de informações acuradas sobre a força relativa das partes negociantes e a probabilidade de problemas de *free-rider* é alta. Sem alguns incentivos ou regras, portanto, o envolvimento do setor privado na resolução das crises será um processo complexo e longo.

A questão da participação do setor privado na resolução das crises de dívida soberana foi endereçada por um grupo de trabalho de 1996, estabelecido pelo Grupo dos Dez sob a presidência de Jean-Jacques Rey, do Banco Nacional Belga (ver *Group of Ten*, 1996). Para facilitar consultas e divisões de custos entre um devedor soberano e credores privados (a situação com que o México deparava), o Grupo de Rey propôs a inclusão, nos instrumentos de dívida soberana, de uma série de provisões contratuais que promoveriam e expediriam um programa de ajustamento crível e aceitável à maioria das partes interessadas. Três propostas específicas foram feitas:

(a) planejar a representação coletiva dos detentores de dívida no evento de uma crise;

(b) permitir votação majoritária qualificada para alterar os prazos e condições dos contratos de dívida; e

(c) exigir a divisão entre credores dos ativos recebidos do devedor.

Propostas como aquelas que foram feitas pelo Grupo de Rey seriam indubitavelmente benéficas aos devedores se, ao expedir-se o processo de negociação, um *crash* financeiro e econômico, o qual provavelmente ocasionaria um período de impasse, iliquidez e insolvência, pudesse ser evitado. Muitos observadores argumentaram, na mesma linha, que os credores também estariam em posição de serem beneficiados, ainda que tivessem de fazer concessões significativas a fim de alcançar um acordo de reestruturação. Um alerta freqüente, contudo, foi o de que as propostas do Grupo de Rey podem pender a balança para os devedores, tornando-lhes fácil demais, ou convidativo demais, impor suspensões de pagamento e forçar renegociações de dívida ao primeiro sinal de dificuldades em seus serviços (Cline, 1996). Além disso,

existe o perigo de que a aceitação crescente de tais provisões contratuais dê lugar a um aumento generalizado no custo dos empréstimos internacionais.

Ainda que as propostas ganhassem amplo apoio, os problemas de implementação seriam provavelmente significativos. Como discutido em Eichengreen & Portes (1996, 1997), a criação de um comitê representativo de credores poderia mostrar-se muito difícil, dado que vários interesses, usualmente conflitantes, dos pequenos e grandes detentores de títulos teriam de ser satisfeitos. Grandes diferenças entre países, na organização e representação dos detentores de títulos emitidos internacionalmente, seriam um fator complicador adicional. Outro problema seria ganhar apoio suficiente para as novas provisões contratuais, seja dos países credores seja dos devedores. Nos países credores, o desafio seria vender ao público e à indústria financeira instrumentos que mostram claras vantagens para o país tomador, mas cujos benefícios para os países credores não podem ser facilmente demonstrados. Os países devedores, de outro lado, poderiam hesitar em desempenhar um papel pioneiro na adoção de provisões na emissão de seus títulos, com receio de serem considerados simpáticos à reestruturação de suas dívidas em algum ponto do futuro.³⁵ Ainda que as propostas possam ser valiosas, não parecem ser uma solução que o mercado aceitará sem forte apoio público e uma dose pesada de persuasão moral.

Apesar do rápido crescimento dos mercados internacionais de títulos, os contratos de dívida permanecem uma parte modesta da dívida externa das economias emergentes (ver Tabela 1). As operações bancárias *cross-border* continuaram a dominar os fluxos de capital. Acordos recentes de reestruturação, tais como aqueles concluídos para a Coreia e Tailândia, mostram que, sob dadas circunstâncias, os bancos concordarão com uma mudança nos prazos e condições de seus créditos. Entretanto, para que se alcancem concessões que aliviem substantivamente os problemas financeiros nos países atingidos por crises, negociações proteladas são frequentemente necessárias. Dever-se-ia, portanto, pensar na formulação de provisões contratuais no mesmo espírito daquelas propostas pelo Grupo de Rey para os títulos internacionais, a fim de se criar o fôlego necessário para que o país devedor esboce um programa adequado de ajustamento, e evite com que uma situação de iliquidez degenerem-se em uma de insolvência. Uma idéia que pode merecer consideração seria a inclusão, nos contratos de empréstimo bancários, de uma provisão que exigisse um alongamento específico e automático de suas maturações caso, durante a vida do crédito, o país devedor necessitasse negociar um crédito do FMI para lidar com uma crise financeira. Dado que as condicionalidades do FMI, envolvendo

(35) Note-se, contudo, que a Autoridade Monetária de Hong Kong aconselhou recentemente uma entidade pública a incluir uma cláusula de maioria qualificada em sua emissão de dívida nova. Tal cláusula não parece ter tido um impacto notável no rendimento da emissão.

medidas rígidas e dolorosas de ajustamento, seriam parte e parcela dos créditos *standby* do FMI, haveria um perigo de risco moral apenas modesto de que a existência da cláusula contratual sugerida tornasse os devedores ávidos em apelarem a essa provisão específica da dívida bancária.

Em algumas circunstâncias, a resolução de uma crise financeira, ou a evitação de contágio de outros lugares, podem requerer não apenas a detenção da onda de saídas de capital, mas também a provisão de novos financiamentos. Caso tais financiamentos devam vir não apenas do setor oficial, mas também do setor privado, pode ser necessária a criação de novos mecanismos para facilitar o acesso a fontes privadas de financiamento. Um exemplo importante de tal mecanismo é o dispositivo de crédito contingente com os bancos internacionais que a Argentina estabeleceu em 1996. Embora o prêmio de taxas de juros e os requerimentos de margem sobre tal dispositivo de contingência tendam a ser significativos, os prazos são provavelmente mais vantajosos, e seu acesso mais rápido, do que quando um crédito tem de ser negociado no decorrer de uma crise. Seu custo também pode ser mais modesto que o custo de oportunidade de uma política de criação e manutenção de um grande estoque de reservas internacionais. Algumas desvantagens potenciais, contudo, podem estar associadas a um dispositivo de contingência. Primeiro, receia-se algumas vezes que o colchão de liquidez então criado possa permitir que as autoridades adiem uma necessária correção da política econômica. Além disso, a existência de um dispositivo de crédito pode tornar os credores relutantes em proverem financiamento adicional, além do montante negociado no dispositivo de contingência, ou em fazerem concessões em relação aos prazos de seus haveres existentes. Nesse sentido, a existência de um dispositivo de contingência pode não ser uma clara vantagem em condições de dificuldades severas nos serviços de dívida.

A ausência de novos financiamentos privados, entretanto, pode às vezes refletir não tanto a recusa dos emprestadores potenciais em proverem novos financiamentos, mas a indisposição dos devedores em aceitarem os termos desfavoráveis nos quais estariam disponíveis os fundos do setor privado num ambiente financeiro difícil. Nesse sentido, pode também ser necessário encontrar mecanismos através dos quais os devedores sejam compelidos a buscar financiamentos do setor privado. Uma proposta nessa direção poderia ser a de condicionar o financiamento oficial à emissão de novos títulos internacionais por parte do país. Um exemplo seria o de tornar disponíveis porções individuais de crédito do FMI apenas se um dado montante (possivelmente relacionado ao tamanho da porção de crédito) de títulos internacionais fosse emitido no mesmo tempo.

Suspensão dos pagamentos de dívidas

No aprofundamento de uma crise financeira, pode-se atingir um ponto no qual um tomador sente-se forçado a declarar uma suspensão ou moratória nos serviços de sua dívida externa. É freqüentemente muito importante, na estabilização de uma crise financeira, aliviar um excesso de dívida³⁶ e conter uma drenagem nas reservas cambiais. Quando programas equilibrados de reestruturação de dívidas não podem ser negociados rápido o bastante (por exemplo, devido à falta de coesão entre os credores), as suspensões de dívida podem ser inevitáveis. Além disso, alguns observadores têm sentido que as operações recentes de resgate de crises salvaram amplamente os detentores de títulos e podem, portanto, ter-lhes dado a impressão de que seus haveres gozam de uma forma implícita de privilégio: uma suspensão de pagamentos que almeja a dívida securitizada poderia ser um modo de neutralizar tal problema de risco moral.

Mesmo existindo argumentos para defender a suspensão de pagamentos como um instrumento aceitável, embora excepcional, ela permanece como uma medida muito delicada de política econômica de duas maneiras. Primeiro, a maioria dos países devedores não desejariam suspender os pagamentos sobre os vitais créditos relacionados ao comércio. Freqüentemente, também, eles tentam limitar a suspensão aos pagamentos de amortização. Tais limitações, contudo, aumentam os raios de manobra para contornar a suspensão. Segundo, a escolha do momento apropriado para uma suspensão do pagamento é muito complexa. Outras escolhas de resolução de uma crise financeira deveriam ser exploradas, antes de a suspensão dos pagamentos ser decidida. Contudo, se tal processo durar muito tempo, pode-se conceder tempo suficiente aos credores para que retirem seu capital.

Além disso, uma suspensão de pagamentos poderia ser altamente dilacerante. Um preço quase inevitável deverá ser pago pela declaração de uma suspensão dos pagamentos de dívidas – ainda que rapidamente revertida –, na forma de uma elevação do custo do financiamento externo e de dificuldades em retomar o acesso significativo aos mercados financeiros internacionais por um período prolongado. Uma vez declarada por um país ou tomador particular, as percepções do mercado sobre a capacidade de pagamento dos outros países devedores e dos outros tomadores tendem a deteriorar-se, mesmo que sua solvência não estivesse sob suspeita. Além disso, tende a tornar os investidores mais ansiosos no futuro, induzindo-os a correr para a saída ao mais leve sinal de problemas potenciais. Finalmente, uma suspensão, imposta pelo governo, dos

³⁶ *Nota do tradutor:* No original, *debt overhang*, que pode ser definido como uma dívida grande o suficiente para que os credores não acreditem que será inteiramente amortizada. De acordo com Paul Krugman, “um país tem um problema de *debt overhang* quando a expectativa do valor presente das potenciais transferências futuras de recursos é menor que sua dívida” (Krugman, 1992: 111). (N. do Tradutor).

pagamentos dos serviços das dívidas nem sempre pode ser isoladamente contida. Como nota Cline (1996), um problema freqüente é evitar a fuga de capitais por residentes quando os pagamentos são suspensos. Uma suspensão é, portanto, freqüentemente acompanhada pela (re)introdução de extensivos controles de capital.

Nos anos recentes, debateu-se a idéia de “empréstimos do FMI (ou fomentados oficialmente) sob mora”, isto é, a extensão de créditos do FMI mesmo que o país receptor tenha suspenso os pagamentos de sua dívida externa. O endosso explícito de uma suspensão dos pagamentos de dívidas pelo FMI poderia ser benéfico sob dois aspectos. Primeiro, garantiria que a decisão de suspender pagamentos fosse bem considerada. O FMI teria de ser convencido de que a suspensão seja dos interesses tanto do devedor como dos credores, e de que o fôlego então permitido seja realmente utilizado para implementar medidas efetivas de ajustamento e para trazer as negociações de reestruturação de dívida a uma conclusão bem-sucedida e mutuamente aceitável. Segundo, o envolvimento do FMI na suspensão dos pagamentos de dívidas pode reduzir os custos de reputação e financeiros usualmente acarretados pela moratória.

Uma segunda proposta, na qual a suspensão de pagamentos constituiria um instrumento mais legítimo de resolução de dívidas, foi o estabelecimento de um procedimento internacional de falência. Tal procedimento buscaria equilibrar, de um lado, o objetivo de proteção temporária de um país contra seus credores (isto é, permitindo uma suspensão temporária dos pagamentos sem o receio de retaliação da parte do credor), de tal modo que a viabilidade da economia pudesse ser restaurada, e, de outro lado, o princípio de obediência aos termos de um contrato de dívida e execução destes. Em analogia com os procedimentos de falência num contexto doméstico, a criação de uma corte internacional de falência poderia também facilitar a produção de um programa de reestruturação que seja aceitável à maioria dos acionistas, e que não possa ser contestado por uma pequena minoria que se opõe ao acordo. Assim como nas propostas de provisões nos contratos de dívida acima discutidas, a implementação de uma proposta de falência internacional representa seu maior obstáculo. Em particular, a viabilidade de estender muitos dos princípios básicos dos procedimentos domésticos de falência (tais como a possibilidade de demissão da administração e do bloqueio dos ativos) para um procedimento de organização de falência de um Estado soberano é, no melhor dos casos, altamente questionável.³⁷

(37) O fato de que, no nível internacional, um procedimento de falência não seja muito realístico, não implica, é claro, que não se deva avançar, no nível nacional, na promoção de leis de falência eficientes, claras e executáveis. Além disso, para os procedimentos de insolvência empresarial (em oposição à soberana), pode existir maior espaço para ação multijurisdicional. Discute-se, de fato, um “Modelo de Lei” nessa área.

Observações finais

O processo de globalização da intermediação financeira tem sido penetrante e, ao mesmo tempo, tem-se tornado mais complexo e diversificado em termos dos participantes, dos países empurrados ao processo e dos instrumentos. O asseguramento de que tal processo seja conduzido sobre um caminho que prometa a maximização dos benefícios da intermediação financeira global pode envolver o gerenciamento ativo de vários de seus aspectos. Importante nesse sentido é que se deveria escolher abordagens que (1) sejam abrangentes, para que relevantes ao comportamento de todos os atores nos mercados financeiros internacionais; (2) busquem mecanismos que induzam os próprios mercados a infundirem a necessária disciplina e prudência na intermediação financeira; e (3) preservem o papel de apoio e de complemento da regulação e supervisão prudencial ante as falhas de mercado e as ondas de excessivo pessimismo ou otimismo que continuarão a caracterizar as operações financeiras.

Alguns (e de modo algum todos) elementos, consistentes com tal abordagem de três frentes, foram identificados neste artigo. O primeiro elemento é a maior transparência e divulgação de informações, seja por parte dos emprestadores seja dos tomadores, seja no setor privado seja no público. O progresso nessa área auxiliaria no aperfeiçoamento do papel central que as informações acuradas, e sua balanceada distribuição, desempenham no funcionamento eficiente dos modernos mercados financeiros. O segundo elemento é um arcabouço regulatório e supervisório forte e adaptável, cobrindo todos os segmentos da indústria financeira, a fim de assegurar que o processo inevitável de integração financeira prossiga suavemente e sem a geração de incentivos para a tomada excessiva de riscos. E, terceiro, a abertura e o aprofundamento financeiro deveriam ser perseguidos com um claro senso de compromisso, mas seu passo deveria ser sabiamente escolhido. Sob certas circunstâncias, os controles de capital talvez tenham de desempenhar certo papel no processo de liberalização; não se deveria esperar desses instrumentos, contudo, mais do que um apoio temporário.

A abrangência, os mecanismos baseados no mercado e o apoio oficial também constituem ingredientes essenciais no enfrentamento de crises financeiras, as quais mesmo sistemas financeiros bem-administrados ocasionalmente geram. Especialmente na área da divisão de custos entre devedores e credores, e entre o setor privado e o setor público, será bem-vindo o progresso na superação das muitas formas de risco moral que podem ser geradas no curso da resolução de uma crise, e que podem distorcer as relações financeiras internacionais muito depois de a turbulência financeira ter-se estabilizado.

Finalmente, este artigo não considerou um elemento vital de um sólido sistema financeiro internacional, qual seja o estabelecimento e prosseguimento de um arcabouço consistente de política macroeconômica, englobando políticas fiscal e monetária disciplinadas e um apropriado regime cambial. Nem é necessário dizer que, na ausência de tal conjunto equilibrado de políticas macroeconômicas, o desenvolvimento de uma infra-estrutura apropriada de regulação e de mercado para o sistema financeiro internacional não deve render muitos frutos.

Jozef Van 't dack é economista do
Bank for International Settlements.

Referências bibliográficas

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Annual Report*. Basle: BIS. (various years).
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Core principles for effective banking supervision*. Basle: Bank for International Settlements, Sept. 1997.
- CAPRIO, G., KLINGEBIEL, D. *Bank insolvency: bad luck, bad policy, or bad banking?* (Presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C.). Apr. 1996
- CLINE, W. R. Crisis management in emerging capital markets. In: KENEN, P. B. (Ed.). *From Halifax to Lyons; what has been done about crisis management?* Princeton University. Department of Economics. International Finance Section, Oct. 1996. p. 7-25. (Essays in International Finance, n. 200).
- CROCKET, A. *Why is financial stability a goal of public policy?* Wyoming: Jackson Hole, Aug. 1997. (Presented at Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on "Maintaining financial stability in a global economy").
- DESARIO, V. Growth prospects and implications for supervision of asset management. *BIS Review*, n. 40, May 1998.
- DOOLEY, M. P. A survey of literature on controls over international capital transactions. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 4, p. 639-87, Dec. 1996.
- EICHENGREEN, B., PORTES, R. Managing the next Mexico. In: KENEN, P. B. (Ed.). *From Halifax to Lyons; what has been done about crisis management?* Princeton University. Department of Economics. International Finance Section, Oct. 1996. p. 26-45. (Essays in International Finance, n. 200).
- _____, _____. Managing financial crises in emerging markets. Wyoming: Jackson Hole, Aug. 1997. (Presented at Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on "Maintaining financial stability in a global economy").
- FILOSA, R. *Capital account convertibility and financial stability*. Washington, D.C., Mar. 1998. (Presented at the Seminar on Capital Account Liberalization).

- FOLKERTS-LANDAU, D., CARL-JOHAN L. et al. *Toward a framework for financial stability*. Washington, D.C.: World Economic and Financial Surveys. International Monetary Fund, Jan. 1998.
- GOLDSTEIN, M. *The case for an international banking standard*. Washington D.C.: Institute for International Economics, Aug. 1996a. (Mimeo.).
- _____. Avoiding future Mexicos: a post-Halifax scorecard on crisis prevention and management. In: KENEN, P. B. (Ed.). *From Halifax to Lyons; what has been done about crisis management?* Princeton University. Department of Economics. International Finance Section, Oct. 1996b. p. 56-72. (Essays in International Finance, n. 200).
- _____, TURNER, P. *Banking crises in emerging economies; origins and policy options*. *BIS Economic Papers*, n. 46, Oct. 1996.
- GREENSPAN, A. The existence and provision of safety nets and policy responses to problems in the international financial system. *BIS Review*, n. 38, 7 May 1998.
- GRENVILLE, S. The Asian crisis, capital flows and the international financial architecture. *BIS Review*, n. 46, 26 May 1998.
- GRIFFITH-JONES, S. *Stabilizing capital flows to developing countries*. Sussex University. Institute of Development Studies, Jul. 1998. (Presented at the East Asia Crisis Workshop).
- GROUP OF TEN. The resolution of sovereign liquidity crises – Executive Summary. In: KENEN, P. B. (Ed.). *From Halifax to Lyons; what has been done about crisis management?* Princeton University. Department of Economics. International Finance Section, Oct. 1996. p. 73-7. (Essays in International Finance, n. 200).
- _____. *Financial market stability in emerging market economies*. Basle: Bank for International Settlements, Apr. 1997.
- GUITIAN, M. The challenge of managing global capital flows. *Finance & Development*, Jun. 1998.
- HAQ, M., KAUL, I., GRUNBERG, I. (Ed.). *The Tobin tax*. New York: Oxford University Press, 1996.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. Seminar discusses the orderly path to capital account liberalization. *IMF Survey*, v. 27, n. 6, 23 Mar. 1998.
- KENEN, P. B. (Ed.). *From Halifax to Lyons; what has been done about crisis management?* Princeton University. Department of Economics. International Finance Section, Oct. 1996. (Essays in International Finance, n. 200).
- KRUGMAN, P. R. Financing versus forgiving a debt overhang. In: _____. *Currencies and crises*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1992.
- LINDGREN, C.-J., GARCIA, G., SAAL, M. I. *Bank soundness and macroeconomic policy*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1996.
- MCKINNON, R. I., PILL, H. Credible liberalizations and international capital flows; the 'overborrowing syndrome'. In: ITO, T., KRUEGER, A. O. (Ed.). *Financial*

deregulation and integration in East Asia. Chicago: University of Chicago Press, 1996.

MISHKIN, F. S. *The causes and propagation of financial instability; lessons for policymakers.* Wyoming: Jackson Hole, Aug. 1997. (Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Maintaining Financial Stability in a Global Economy).

PORTES, R., VINES, D. *Coping with international capital flows.* *Commonwealth Economic Paper*, n. 30, Apr. 1997.

RIVLIN, A. Lessons drawn from the Asian financial crisis. *BIS Review*, n. 41, 13 May 1998.

WHITE, W. R. *Promoting international financial stability; the role of the BIS.* Amsterdam: The Netherlands Bank, Mar. 1998. (Presented at the Conference on Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance. Forum on Debt and Development).

Resumo

O objetivo central do artigo é analisar quais as possíveis alternativas de política econômica para lidar com a sistemática erupção de crises financeiras decorrentes da globalização e que passam a manifestar-se na segunda metade dos anos 90. Para tanto, o artigo examina os principais aspectos dos fluxos globais de capitais, para em seguida explicitar quais os requisitos de um sistema financeiro internacional, finalizando com uma reflexão sobre as questões mais pertinentes da administração das crises.

O artigo conclui que a condição necessária para um sistema global mais estável é uma organização mais sólida do sistema monetário internacional. Adicionalmente, seria necessário tornar o sistema mais transparente com divulgação sistemática das informações sobre tomadores e emprestadores públicos e privados. Também seria preciso ampliar o arcabouço regulatório e de supervisão. Por fim não se poderia descartar o apoio mesmo que temporário dos controles de capital.

Palavras-chave: Globalização; Fluxos de capitais; Crise financeira.

Abstract

The central aim of the paper is to analyse possible alternatives for economic policy to deal with the systematic eruption of financial crises stemming from globalization as from the second half of the nineties. With a view to that, the paper investigates the main aspects of global capital flows, brings forward the requirements for an international financial system, and finally examines the main issues involving crises management.

The paper concludes that the necessary condition for a more stable global system is a more substantial organization of the international monetary system. In addition, the system should be made more transparent, with systematic disclosure of information on public and private lenders and borrowers. The scope of regulation and supervision would also have to be enlarged. Finally, the aid of capital control, even if temporary, should not be ruled out.

Key-words: Globalization; Capital flows; Financial crises.

Anexo 1
Lista dos princípios centrais para uma supervisão bancária efetiva
Pré-condições para uma supervisão bancária efetiva

(1) Um sistema efetivo de supervisão bancária terá responsabilidades e objetivos claros para cada agência envolvida na supervisão das organizações bancárias. Cada agência deve possuir independência operacional e recursos adequados. Um arcabouço legal adequado para a supervisão bancária também é necessário, incluindo provisões relacionadas à autorização das organizações bancárias e sua supervisão corrente; poderes para lidar com a compatibilidade legal e com interesses de segurança e solidez; e proteção legal para os supervisores. Deve haver instrumentos para o compartilhamento das informações entre os supervisores e para a proteção do sigilo de tais informações.

Licenciamento e estrutura

(2) As atividades admissíveis das instituições que estão licenciadas e sujeitas à supervisão devem ser claramente definidas, e o uso da palavra “banco” na razão social deveria ser controlado na medida do possível.

(3) A autoridade licenciadora deve ter o direito de definir os critérios, e rejeitar os pedidos, de estabelecimentos que não satisfaçam os padrões definidos. O processo de licenciamento, no mínimo, deve consistir numa avaliação da estrutura da propriedade, dos diretores e dos administradores seniores da organização bancária, de sua planta de operação e de seus controles internos, e de sua posição financeira projetada, incluindo sua base de capital; onde o proprietário ou a organização matriz propostos forem um banco estrangeiro, o consentimento prévio do supervisor de seu país de origem deve ser obtido.

(4) Os supervisores bancários devem possuir a autoridade de rever e rejeitar quaisquer propostas de transferência significativa de propriedade, ou de controle dos interesses dos bancos existentes, para outras partes.

(5) Os supervisores bancários devem possuir a autoridade de estabelecer critérios para a revisão de grandes aquisições ou investimentos por um banco, e para o asseguramento de que as afiliações ou estruturas empresariais não exponham o banco a riscos indevidos ou atrapalhem a supervisão efetiva.

Regulamentos e requerimentos prudenciais

(6) Os supervisores bancários devem definir requerimentos mínimos prudentes e apropriados de adequação de capital para todos os bancos. Tais requerimentos devem refletir os riscos corridos pelos bancos e devem definir os componentes de capital, levando em consideração sua capacidade de absorver perdas. Ao menos para os bancos internacionalmente ativos, tais requerimentos não devem ser menores que aqueles estabelecidos no Acordo de Capitais da Basiléia e suas emendas.

(7) Uma parte essencial de qualquer sistema de supervisão é a avaliação das políticas, práticas e procedimentos de um banco relacionados à concessão de empréstimos e realização de investimentos e à administração corrente dos empréstimos e dos investimentos de porta-fólio.

(8) Os supervisores bancários devem se satisfazer com o estabelecimento e aderência, por parte dos bancos, de políticas, práticas e procedimentos adequados para a avaliação da qualidade dos ativos e da adequação das provisões e das reservas para perdas com empréstimos.

(9) Os supervisores bancários devem se satisfazer com a apresentação, por parte dos bancos, de sistemas de administração de informações que possibilitem à administração a identificação de concentrações dentro do porta-fólio, e os supervisores devem definir limites prudenciais para restringir as exposições bancárias a tomadores individuais ou a grupos de tomadores relacionados.

(10) A fim de evitar abusos ocasionados por empréstimos a empresas controladas ou coligidas, os supervisores bancários devem possuir exigências de que os bancos emprestem a tais companhias ou indivíduos com um certo distanciamento, de que tais extensões de crédito sejam efetivamente monitoradas, e de que outros passos apropriados sejam tomados a fim de controlar ou mitigar os riscos.

(11) Os supervisores bancários devem se satisfazer com a apresentação, por parte dos bancos, de políticas e procedimentos adequados para a identificação, monitorização e controle do risco-país e da transferência de riscos em seus empréstimos e atividades de investimento internacionais, e para a manutenção de reservas apropriadas contra tais riscos.

(12) Os supervisores bancários devem se satisfazer com a apresentação, por parte dos bancos, de sistemas de mensuração acurada, monitorização e controle adequado dos riscos de mercado; os supervisores devem ter poderes para impor limites específicos e/ou taxações específicas sobre o capital para as exposições ao risco de mercado, caso justificados.

(13) Os supervisores bancários devem se satisfazer com a apresentação, por parte dos bancos, de um processo abrangente de administração de riscos (incluindo a inspeção apropriada do conselho e da administração sênior) para identificar, medir, monitorar e controlar todos os outros riscos materiais e, quando apropriado, para reter capital contra tais riscos.

(14) Os supervisores bancários devem determinar que os bancos apresentem controles internos que sejam adequados à natureza e escala de seus negócios. Esses devem incluir instrumentos claros para a delegação de autoridade e responsabilidade; a separação das funções que envolvem o comprometimento do banco, o pagamento de seus fundos, e a contabilidade de seus ativos e obrigações; a reconciliação desses processos; a salvaguarda de seus ativos; e a independência apropriada de suas auditorias internas e externas e as funções de conformidade para testar a aderência a tais controles assim como as leis e regulações aplicáveis.

(15) Os supervisores bancários devem determinar que os bancos apresentem políticas, práticas e procedimentos adequados, incluindo regras estritas de “conheça-seu-cliente”, que promovam elevados padrões éticos e profissionais no setor financeiro e que evitem com que o banco seja utilizado, intencionalmente ou não, por elementos criminosos.

Métodos de supervisão bancária corrente

(16) Um sistema efetivo de supervisão bancária deve consistir em alguma forma de supervisão tanto *on-site* como *off-site*.

(17) Os supervisores bancários devem possuir contatos regulares com a administração bancária e conhecimento total das operações da instituição.

(18) Os supervisores bancários devem possuir meios de coletar, rever e analisar os relatórios prudenciais e os boletins estatísticos dos bancos, em bases individuais e consolidadas.

(19) Os supervisores bancários devem possuir meios independentes de validação das informações da supervisão, seja através de exames *on-site*, seja através da utilização de auditores externos.

(20) Um elemento essencial da supervisão bancária é a competência dos supervisores em supervisionar o grupo bancário numa base consolidada.

Exigências de informação

(21) Os supervisores bancários devem se satisfazer com a manutenção, por parte de cada banco, de registros adequados redigidos de acordo com políticas e práticas adequadas de contabilidade, que possibilitem ao supervisor a obtenção de uma visão verdadeira e precisa da condição financeira do banco e da lucratividade de seu negócio, e com a publicação em bases regulares, por parte do banco, de declarações financeiras que reflitam precisamente sua condição.

Poderes formais dos supervisores

(22) Os supervisores bancários devem possuir à sua disposição medidas adequadas de supervisão, a fim de ocasionar ações corretivas em tempo quando os bancos deixem de satisfazer as exigências prudenciais (tais como as taxas de adequação mínima de capital), quando há violações de regulação, ou quando os depositantes são ameaçados de outro modo. Em circunstâncias extremas, isso deveria incluir a competência em revogar a licença bancária ou em recomendar sua revogação.

Atividades bancárias (*cross-border*)

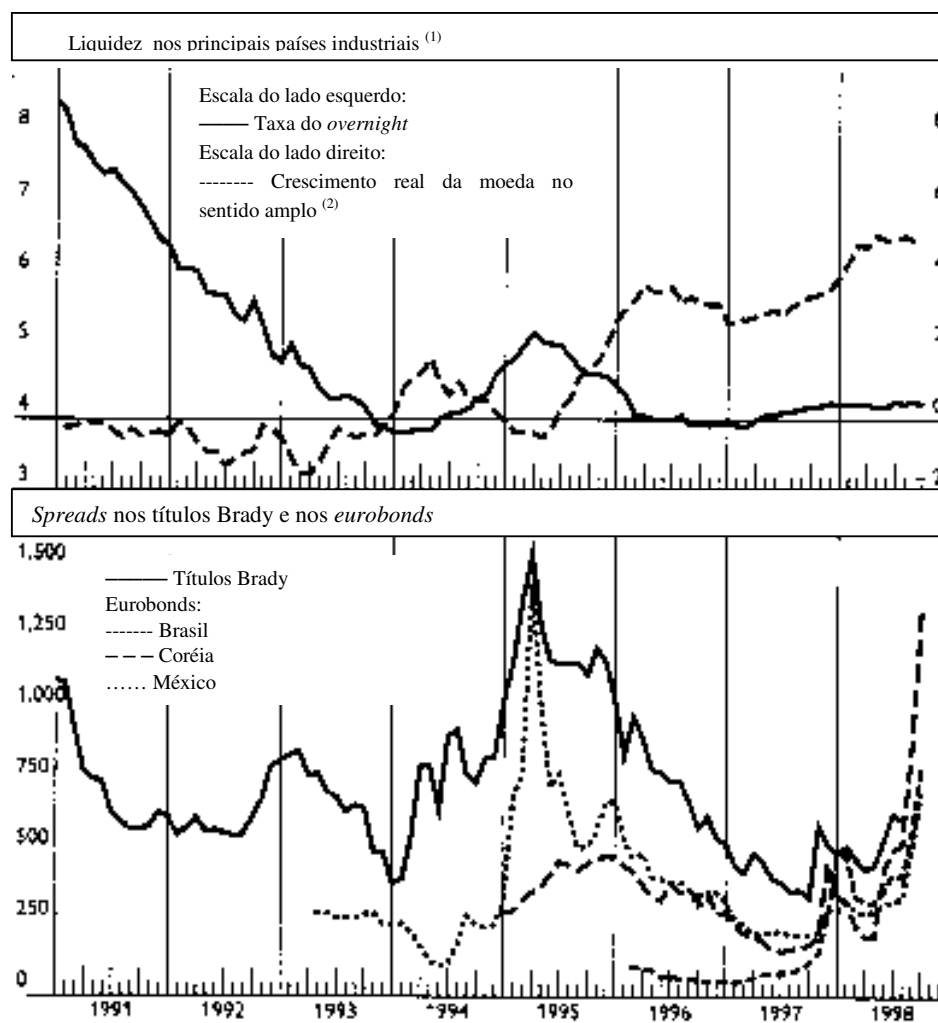
(23) Os supervisores bancários devem praticar uma supervisão consolidada global sobre suas organizações bancárias ativas internacionalmente, monitorando de forma adequada e aplicando normas prudenciais apropriadas a todos os aspectos empresariais conduzidos pelas organizações bancárias de âmbito mundial, primordialmente em suas agências no exterior, *joint ventures* e subsidiárias.

(24) Um componente-chave na supervisão consolidada é o estabelecimento de contatos e de troca de informações com os outros diferentes supervisores envolvidos, primordialmente as autoridades de supervisão do país receptor.

(25) Os supervisores bancários devem exigir que as operações locais dos bancos estrangeiros sejam conduzidas nos mesmos elevados padrões exigidos das instituições domésticas, e devem possuir poderes para compartilhar as informações necessárias com supervisores do país de origem daqueles bancos, com o propósito de conduzi-los a supervisão consolidada.

Anexo 2

Gráfico 1
Liquidez e *spreads* nos instrumentos de dívida dos mercados emergentes

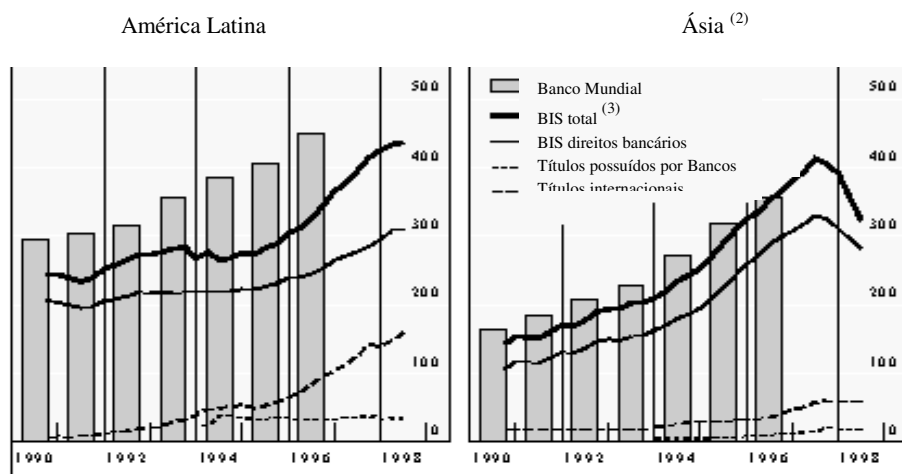


⁽¹⁾ Média ponderada dos Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido.

⁽²⁾ Crescimento da moeda no sentido amplo deflacionada pelas mudanças de 12 meses nos preços ao consumidor.

Fontes: *Datastream*, *International Finance Corporation* (IFC), JP Morgan, dados nacionais e BIS.

Gráfico 2
Dívida internacional das economias emergentes ⁽¹⁾



⁽¹⁾ Do setor privado, valores emitidos em bilhões de dólares.

⁽²⁾ Excluindo Hong Kong e Cingapura.

⁽³⁾ Baseado nos dados do BIS, excluindo títulos de bancos, títulos internacionais, créditos comerciais de não-bancos (dados de OECD-BIS).

Fonte: Banco Mundial e BIS.