



Na era das incertezas

MERCADO Não há consenso quanto à melhor forma de regulamentar o sistema financeiro

POR LUIZ FERNANDO DE PAULA*

EM NENHUM OUTRO setor da atividade econômica o processo de globalização avançou tanto quanto no setor financeiro. De fato, as finanças, principalmente a partir dos anos 1980, foram profundamente transformadas em razão da desregulamentação financeira (erosão das fronteiras domésticas entre os diferentes segmentos do sistema financeiro e das fronteiras entre fluxos de capitais entre países), dos avanços da informática e das telecomunicações. Assim, a globalização financeira pode ser entendida como um processo relacionado ao aumento no volume e na velocidade de circulação de recursos monetários dentro e entre mercados financeiros. Segundo dados da McKinsey Global Institute, a proporção de ativos financeiros mundiais em relação à produção anual disparou de 109%, em 1980, para 316%, em 2005.

A estrutura de regulação financeira acompanhou as transformações no sistema financeiro mundial, com uma mudança gradual de uma “abordagem discricionária da regulação”, baseada no poder discricionário das autoridades sobre as instituições financeiras, para uma “abor-

dagem baseada em regras”, mais *market friendly*, com base em coeficientes de capital e na disciplina de mercado. Nesse sentido, os chamados Acordos da Basileia estabeleceram coeficientes de capital sobre os bancos em proporção aos seus ativos, ponderados de acordo com seus riscos (quanto maior o risco, maior o capital exigido). A ideia era forçar os bancos a comprometer seu capital próprio de modo a desestimular a aceitação de riscos excessivos na aplicação de recursos.

Nesse contexto, desenvolveu-se um regime de acumulação denominado de “capitalismo dominado pelas finanças”, que tem como atributo central o desenvolvimento de um processo chamado de “financeirização”, definido de forma am-

A Regra Volcker, nos EUA, esbarra em dificuldades técnicas, apesar do avanço regulatório

pla como o aumento do papel dos mercados financeiros e instituições financeiras na operação de economias nacionais. Trata-se de um processo complexo e integrado que abrange várias facetas. Uma de suas características é a maximização do valor do acionista, no qual gerentes e executivos de fundos diversos buscam priorizar resultados de curto prazo e as firmas tendem a aumentar a parcela dos lucros pagos na forma de dividendos aos acionistas. Desse modo, o declínio na parcela de lucros retidos pelas firmas para reinvestimento obriga as empresas a buscar maiores lucros à custa da estagnação, frequentemente com redução nos salários dos trabalhadores.

Por outro lado, a desregulamentação permitiu aos bancos expandirem suas atividades para novas áreas geográficas e ampliarem o leque de serviços ofertados, combinando diversas funções financeiras (banco comercial, administração de fundos, seguros etc.) em um só teto – os chamados “bancos universais”. No modelo “originar e distribuir”, os bancos desenvolveram uma nova forma de operação para além do papel tradicional de intermediário financeiro, no qual buscam maximizar tarifas e comissões.

Por fim, no mercado de títulos desenvolveram-se diversos mecanismos de securitização, estimulados pelo crescimento de investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras etc.), no qual firmas e bancos se financiam “empacotando” rendas a receber. No caso da chamada securitização secundária, os bancos empacotam uma carteira de crédito, emitindo um título próprio que normalmente é comprado por investidor institucional, e tiram tais empréstimos de seu balanço.

A gênese da crise financeira recente está em boa medida relacionada a uma fé indevida nos mercados desregulamen-

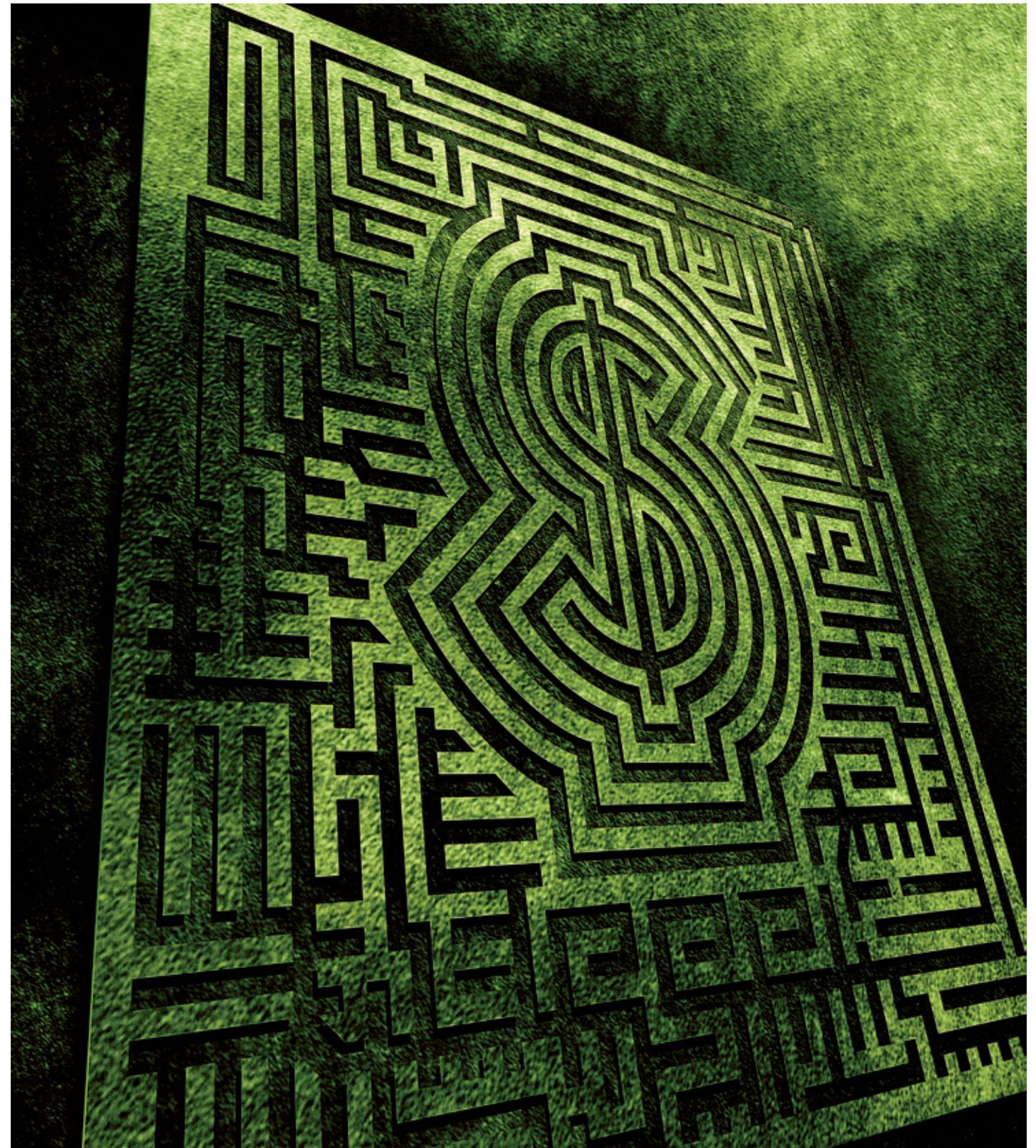


FOTO: THOMAS FRANCIS GETTY IMAGES



tados. De fato, como há muito havia destacado o economista americano Hyman Minsky, a “estabilidade é instabilizante”, isso é um longo período de rápido crescimento, baixa inflação e taxas de juro baixas, como ocorreu no período da “grande moderação” pré-crise financeira, estimula a complacência e maior disposição dos agentes em assumirem riscos, e consequentemente desenvolve-se uma tendência crescente de fragilização financeira. Essa tendência foi potencializada nas economias avançadas, e em especial nos EUA, pelas inovações financeiras propiciadas pela desregulamentação – securitização, financiamento fora do balanço dos bancos, derivativos etc. – que ampliaram a possibilidade de realização de atividades especulativas.

Já chamamos a atenção que no modelo “originar e distribuir” parte dos ativos bancários passaram a não ser retidos nos balanços. Assim, uma vez que a securitização permita a diluição de riscos no mercado, as instituições financeiras passaram a aumentar sua alavancagem, supondo que os mecanismos de autorregulação do mercado seriam capazes de avaliar corretamente os riscos inerentes às atividades financeiras. De fato, os bancos há muito vinham utilizando inovações financeiras com o objetivo de alavancar suas operações, sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos acordos da Basileia, em uma estratégia que só foi possível em razão da existência de agentes que se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações – um conjunto de instituições que ficaram conhecidas como “setor bancário na sombra”. Fica claro assim que a forte interação entre bancos universais e as demais instituições financeiras esteve por detrás dos instrumentos especulativos opacos que se desenvolveram até a crise financeira de 2007-2008.

A crise do subprime – mercado de financiamento imobiliário de maior risco – acabou por expressar todas as contradi-

ções desse processo. A necessidade de ampliação de escala levou as instituições financeiras a incorporarem segmentos de baixa renda em condições de “exploração financeira” – no caso do subprime, com taxas de juro variáveis – que acabou resultando em um processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito. A securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos: títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de *rating*. Criaram-se, assim, novos instrumentos financeiros, que não foram devidamente regulamentados pelas autoridades monetárias. Mecanismos de autorregulação mostraram-se falhos, devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco: projetos que eram considerados ruins na desaceleração passaram a ser vistos como bons no *boom* cíclico. Como os mercados financeiros desregulamentados não são eficientes, na ausência de regras que estabilizem os referidos mercados, as atividades especulativas e a valorização financeira da riqueza afloram naturalmente.

No mundo pós-crise financeira há consciência maior de que a estabilidade financeira deve ser um objetivo permanente das autoridades monetárias. Nesse sentido, Basileia III está sendo implementada – criando um colchão de conservação de capital e um *buffer* anticíclico, podendo assim o capital mínimo exigido aos bancos

atingir 13% – para dar conta da prociclicidade do setor bancário, ao forçar os bancos a aumentarem suas reservas de capital durante a fase de crescimento do PIB e do crédito para se protegerem de possíveis crises. Contudo, há dúvidas se Basileia III dará conta da prociclicidade que é inerente ao comportamento do setor bancário.

Nos EUA, a Regra Volcker (integrante do Ato Dodd-Frank), prevista para ser implementada em abril de 2014, objetivando restringir a liberdade de operações especulativas de alto risco por parte das instituições financeiras, estabelece proibições para a negociação de *proprietary trading* (negociação de títulos por parte de um banco com uso de recursos próprios). A regra propõe que reguladores estabeleçam normas para distinguir quais negócios de carteira própria são proibidos ou não. O entendimento subjacente é que as mesas dos bancos que operam com recursos próprios o fazem buscando ganhos com arbitragem de títulos, desenvolvendo assim um comportamento de maior risco em relação às demais mesas de tesouraria. A Regra Volcker é sem dúvida um avanço em relação à legislação anterior excessivamente liberalizante, mas há uma dificuldade técnica de se fazer uma distinção clara entre negócios de títulos com recursos próprios e aqueles com recursos de terceiros. Por isso, alguns analistas propõem uma reforma em nível estrutural, na qual haveria uma separação entre instituições que negociam com títulos com recursos próprios daquelas que negociam com recursos de clientes.

Concluindo, se há hoje uma consciência maior dos problemas relacionados à operação de um sistema financeiro livre e liberalizado, não há consenso quanto à melhor forma de regulamentá-lo. ●

* Professor-titular de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). É autor do livro *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia (Campus)*.