

COMO MELHORAR A REGULAÇÃO E AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Stephany Griffith-Jones*

Desde a década de 1980, profundas crises financeiras se tornaram frequentes, tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento. Embora as crises tenham causas complexas, é evidente que a liberalização de mercados financeiros, especialmente se não acompanhada de regulação adequada, parece sempre conduzir a graves crises. Isto implica que crises financeiras não são evitáveis, mas podem ser amenizadas pelas políticas públicas adequadas e, especialmente, por meio da regulação. Assim, o presente artigo estabelece princípios fundamentais para a reforma da regulação financeira, além de apresentar arranjos institucionais necessários para o bom funcionamento do sistema financeiro global.

HOW TO IMPROVE REGULATORY AND FINANCIAL INSTITUTIONS

Since the 1980s, deep financial crises have become frequent in both developed and developing countries. Although crises have complex causes, it is clear that the liberalization of financial markets, especially when not accompanied by adequate regulation, seems to always lead to serious crises. This implies that financial crises are not preventable, but can be attenuated by appropriate public policies, and especially through regulation. Thus, this article sets out key principles for the reform of financial regulation, and presents institutional arrangements necessary for the proper functioning of the global financial system.

1 INTRODUÇÃO

É útil colocar as crises e as respostas em um contexto histórico. Em primeiro lugar, é importante ressaltar que após a Grande Depressão, o setor financeiro – especialmente, mas não apenas, nos Estados Unidos – foi cuidadosamente rerregulamentado, principalmente por meio da Lei Glass-Steagall de 1933. Nos 40 anos seguintes, o setor financeiro foi fortemente regulado, as contas de capital foram essencialmente fechadas e praticamente não houve crises financeiras.

Desde a década de 1970, e especialmente nas de 1980 e 1990, tem havido ampla desregulamentação, tanto no nível nacional quanto no internacional. Desde a década de 1980 ocorreram crises financeiras frequentes e profundas, tanto no mundo em desenvolvimento quanto no desenvolvido. Estas crises geram altos custos em termos de crescimento e desenvolvimento. Eichengreen (2004) apresenta uma impressionante estimativa que mostra que durante o último quarto de século crises bancárias e de câmbio reduziram a renda dos países em desenvolvimento em 25%.

* Stephany Griffith-Jones é diretora executiva da iniciativa de diálogos sobre políticas da Universidade de Columbia, Nova Iorque.

O fato de que até o produto interno bruto (PIB) do Japão caiu 12% nos últimos três meses de 2008, demonstrando a gravidade do impacto da atual crise mundial sobre a economia real. Embora as crises tenham causas complexas, parece evidente que a liberalização dos mercados financeiros, sobretudo quando não acompanhada de regulamentação apropriada, quase sempre leva a crises onerosas e maléficas. Isto sugere que as crises financeiras não são inevitáveis e que podem ser evitadas ou amenizadas por políticas públicas adequadas e, especialmente, via da regulação.

O único benefício que surge durante essas crises – como a atual – é que propiciam uma oportunidade política para a realização de reformas regulatórias desejáveis. A tarefa de aprimorar a regulação é urgente, já que a janela de oportunidade política é estreita e pode se fechar rapidamente com a retração da crise. Esta foi uma importante lição aprendida na esteira da crise do Leste Asiático. Embora tenha havido um grande debate durante e depois da crise sobre a reforma da arquitetura financeira internacional, incluindo suas estruturas de regulação, na prática, houve pouco progresso depois que a crise foi contida, principalmente nas economias desenvolvidas (GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2003).

No entanto, a atual crise se originou – e se aprofundou – nas economias desenvolvidas, especialmente nos Estados Unidos, tendo levado ao lançamento de grandes pacotes de ajuda e à recapitalização com recursos públicos de muitas instituições financeiras nesses países, com geração de grandes custos para os contribuintes. A crise ameaça levar os países desenvolvidos e o mundo a uma grave e longa recessão. Como consequência, há um apetite político para mais e melhor regulação.

Está cada vez mais claro que uma regulação eficiente não é importante apenas para a economia real, mas também protege a estabilidade do próprio sistema financeiro e as instituições financeiras individuais. Além disso, para que o sistema financeiro de um dado país seja competitivo deve ser bem regulado. Na verdade, já há esforços no sentido de melhorar a regulação, por exemplo, tornando-a mais abrangente.

Nesse momento, portanto, a questão-chave nos círculos políticos não é se devemos regular, mas qual a melhor forma de fazê-lo. Ao pensar sobre o futuro do sistema financeiro e sua regulamentação, é importante ter clareza sobre seu propósito. O setor financeiro deve ser visto como um meio para um fim: deve servir à economia real e, portanto, às necessidades de consumo e investimento das famílias e das empresas. Os governos devem estimular o setor financeiro a criar inovações e instrumentos financeiros que promovam o crescimento e o desenvolvimento de forma sustentável. É de particular importância que os governos utilizem a regulação para evitar a geração de risco sistêmico, de modo a evitar também futuras crises, que podem ser profundamente negativas para a economia real.

As falhas inerentes ao funcionamento do sistema bancário e dos mercados de capitais levam a um padrão de prosperidade seguido de queda que está vinculado – conforme descrição dos próprios participantes do mercado – a ciclos de ganância e medo. Esses processos procíclicos, por sua vez, levam ao principal tipo de falha nesses mercados. A segunda maior causa de crises, como brevemente mencionado, é a rápida liberalização entre e dentro de países, em um processo acompanhado por regulação financeira insuficiente, incompleta e inadequada. Na verdade, os excessos da liberalização financeira, combinados a grandes erros de regulação, bem como regulação incompleta, levaram a uma falha de política histórica.

2 PRINCÍPIOS DE REGULAÇÃO

Para superar as deficiências – de mercados e políticas – que contribuíram para a crise, dois princípios fundamentais de regulação devem ser seguidos. O primeiro princípio é a abrangência: o domínio da regulação deve ser o mesmo que o domínio do mercado. O segundo é a contraciclicidade, que deve estar no cerne da regulação.

2.1 Abrangência

Os sistemas financeiros, no nível nacional e no internacional, têm sofrido grandes mudanças nos últimos dez anos. Claramente, a regulação não tem acompanhado. Nos Estados Unidos, e em outros países desenvolvidos como o Reino Unido, há uma grande tendência de deslocamento da poupança dos bancos para os mercados de capitais. Conforme observado em D’Arista e Griffith-Jones (2008), apenas 25% dos ativos do sistema financeiro norte-americano pertenciam a bancos comerciais em 2007.

Para piorar, os bancos comerciais constituem o único segmento do sistema financeiro sujeito à regulação de depósitos de capital, e mesmo esta regulação é parcial, uma vez que instrumentos não incluídos no balanço, tais como veículos de investimento estruturado, praticamente não são regulados. Os bancos de investimento têm sido pouco regulados, e outros agentes financeiros – como as poderosas agências de *rating*, de hipotecas e fundos de *hedge*¹ – simplesmente não são regulados. Para alguns instrumentos financeiros, como derivativos de balcão, que cresceram a níveis astronômicos, mais do que qualquer outro instrumento na última década, não houve transparência e muito menos regulação. Além disso, as unidades *off-shore* permanecem sujeitas à regulação extremamente leve ou a nenhuma regulação.

Esse sistema regulatório leniente teve como consequência o surgimento de um imenso “sistema financeiro sombra”, muito deficiente tanto em relação à transparência quanto à regulação. Com efeito, a arbitragem regulatória – uma prática destinada a contornar regulamentações – incentivou o crescimento da atividade

1. A Alemanha levantou a questão da regulamentação dos fundos de *hedge*, mesmo antes da crise global. A discussão se tornou mais intensa, por exemplo, no Parlamento europeu e na Comissão Europeia, após o início da crise.

financeira e dos riscos. Muitos dos problemas que causaram a crise financeira surgiram em instituições – como as de crédito imobiliário – e instrumentos – como *swaps* ou derivativos de crédito *CDS* – não regulados. Esta lição já deveria ter sido aprendida a partir de crises financeiras anteriores nos países em desenvolvimento, em que os componentes mais liberalizados e não regulamentados do sistema financeiro constituíram a origem das crises.

Nos mercados de capital praticamente não tem havido regulação formal. Agentes privados, como companhias de seguros, agiram ousadamente como se tivessem o direito de vender seguros de risco sistêmico, como os derivativos de crédito. Algumas dessas grandes companhias de seguro, como a AIG nos Estados Unidos, tiveram de ser resgatadas e praticamente nacionalizadas, já que faliram durante a crise. Isso aconteceu porque não tinham capital ou reservas suficientes para cumprir os contratos de seguros de *swaps* de crédito, que envolvem enorme risco sistêmico. Com efeito, nenhuma entidade – com exceção do governo – conseguiu cumprir esse tipo de contrato depois que a crise se espalhou. Assim, o governo não apenas tornou-se credor, mas também segurador de última instância, já que não havia regulado de antemão para limitar o risco que posteriormente teve de assumir.

Em suma, a regulação tem de ser abrangente de forma que o domínio do regulador seja o mesmo que o do mercado, caso contrário, a arbitragem regulatória se torna inevitável. Outra razão para a regulação abrangente – como ilustrado pelos acontecimentos recentes, com pacotes de ajuda e resgate – é a necessidade de se evitar o risco moral, em outras palavras, fazer que aqueles que causam risco arquem com as devidas consequências.

Parece óbvio que a transparência é uma pré-condição para a regulamentação abrangente e eficaz. Assim, os derivativos de balcão devem ser incluídos nas trocas – mesmo que gerem certas despesas microeconômicas. Os instrumentos não incluídos no balanço, como veículos de investimento estruturado, devem ser incluídos no balanço e deve-se intensificar as inspeções *in loco* dos bancos e de outras instituições financeiras. Este processo será facilitado pelo fato de que, em países desenvolvidos, os governos possuem capital.

A regulação abrangente deve estar associada à liquidez e à solvência. Em relação à solvência, deve haver regulação equivalente de diferentes atores, instrumentos e atividades, visando a limites uniformes de alavancagem, uma vez que o excesso de alavancagem tem sido uma fonte significativa de risco sistêmico. No entanto, como a longevidade do financiamento é uma variável importante, pode ser desejável restringir a alavancagem – e exigir mais capital – aos ativos financiados por passivos de curto prazo, o que não apenas irá proteger a solvência das instituições financeiras, mas também incentivá-las a buscar financiamentos de longo prazo. Exigências específicas de liquidez mínima devem ser parte essencial da regulação, um aspecto que tem sido negligenciado nos últimos anos.

2.2 Contracíclicidade

Historicamente, a deficiência mais significativa do mercado financeiro surge quando estes mercados operam com prociclicidade. Na verdade, os riscos são gerados principalmente nos períodos de prosperidade, embora se tornem aparentes nos períodos de queda. Portanto, para evitar riscos excessivos, os reguladores devem agir precisamente nos períodos de prosperidade. Uma de suas principais funções é parar a música no melhor da festa.

Como consequência, a regulação financeira precisa seguir o princípio da contracíclicidade, o que significa “ir contra o vento”. Isso deveria ser facilitado por intermédio de regras simples que não possam ser facilmente alteradas pelos órgãos reguladores, para que eles próprios não sejam contaminados pelo entusiasmo do “momento de prosperidade” e relaxem as normas regulatórias. No âmbito do Acordo da Basileia II, acontece exatamente o contrário com a regulação bancária, especialmente em relação ao conjunto de técnicas para mensuração de risco de crédito conhecido como método Advanced Internal Rating Based (A-IRB), no qual o capital exigido é calculado com base nos modelos dos próprios bancos. Isso acaba por incorporar na regulação bancária de maneira perversa a prociclicidade inerente dos empréstimos bancários, por conseguinte acentuando o padrão de prosperidade seguida de queda.

A regulação bancária contracíclica – de provisões e/ou capital – pode ser facilmente introduzida, quer pelas provisões dos bancos quer pelo seu capital. As provisões bancárias contracíclicas já são utilizadas a algum tempo na Espanha e em Portugal, o que demonstra a viabilidade da estratégia. O sistema espanhol exige mais provisões quando o volume de crédito vai além da média histórica, vinculando o provisionamento ao ciclo de crédito e de negócios. Isso desestimula – embora não elimine – a concessão excessiva de crédito nos períodos de prosperidade e fortalece os bancos para os tempos difíceis. A introdução de provisões anticíclicas na Espanha foi facilitada pelo fato de que o desenho das regras contábeis é da competência do Banco Central espanhol. Infelizmente, contadores em muitos outros países não aceitam prontamente o conceito de perdas “latentes” ou esperadas, no qual o sistema espanhol se baseia, preferindo concentrar-se sobre as perdas reais, informação que é mais relevante para investidores de curto prazo. No entanto, os princípios de contabilidade devem ser concebidos de forma a conciliar as necessidades de curto prazo dos investidores, as necessidades específicas de cada banco e a necessidade de estabilidade sistêmica do setor bancário.

Uma abordagem alternativa para a regulação bancária anticíclica pode ser realizada via capital. Aqui, Goodhart e Persaud (2008) apresentaram uma proposta específica: aumentar as exigências de capital de Basileia II a uma taxa vinculada ao recente crescimento dos ativos totais dos bancos. Isso fornece uma regra clara e simples para a introdução de uma política contracíclica na regulação dos bancos.

Outra virtude dessa proposta é que pode ser facilmente implementada, uma vez que se baseia no Basileia II. Tem também a vantagem de não enfrentar as dificuldades contábeis antes descritas para o provisionamento. Nesta proposta, cada banco teria uma faixa permitida de crescimento de ativos, ligada a variáveis macroeconômicas, como a inflação e a taxa de crescimento econômico de longo prazo. O crescimento real dos ativos dos bancos seria medido como média ponderada do crescimento anual – com maior peso para o crescimento recente.

Duas questões são levantadas. O foco deveria ser apenas o aumento do ativo total do banco ou deveria haver também certa ponderação para o crescimento excessivo do crédito bancário em setores específicos que também cresceram de forma especialmente rápida – Como ocorreu recentemente no setor imobiliário? Muitas vezes, crises se originam do excesso de empréstimos a determinados setores ou países – por exemplo, economias emergentes – em períodos de prosperidade. No entanto, de modo geral, as falhas sistêmicas no setor bancário também foram precedidas por crescimento excessivo dos ativos bancários totais.

Finalmente, há a questão crucial do momento oportuno. É importante aprovar essas mudanças logo, enquanto resta entusiasmo em relação à reforma regulatória. No entanto, as reformas devem ser introduzidas com uma defasagem, de modo a evitar exigências adicionais de capital – especialmente ligadas à ponderação do crescimento nos últimos anos, na fórmula Goodhart-Persaud, que seria elevada –, evitando também aumentar a pressão sobre bancos que atualmente estão fracos, o que poderia acentuar a contração do crédito. Não se iludam, é preciso reduzir a alavancagem acumulada, mas de forma gradual e controlada para evitar consequências sociais desastrosas.

Algumas das partes menos reguladas do sistema financeiro sofrem os maiores impactos procíclicos, incluindo as economias emergentes. Um exemplo é o papel que os fundos de *hedge* e derivativos desempenham no *carry trade*: há crescente evidência empírica de que as operações de *carry trade* têm efeitos procíclicos – para baixo ou para cima – sobre as taxas de câmbio de economias desenvolvidas e em desenvolvimento, com frequentes efeitos negativos sobre a economia real. Para que a regulamentação seja abrangente, como mencionado anteriormente, deve haver requisitos mínimos de capital para os revendedores de derivativos e requisitos mínimos de garantias para as operações de derivativos, de modo a reduzir a alavancagem e o risco sistêmico. As exigências de garantias para operações financeiras funcionam como as exigências de capital para bancos.

Outra questão importante é se a regulação de garantias e de capital para derivativos também deve conter elementos contracíclicos. Isso parece desejável e implicaria que quando houver um grande aumento das posições de derivativos – por exemplo, além das médias históricas –, longo ou curto, as garantias e exigências de capital também sejam aumentadas.

3 REGULAÇÃO DA REMUNERAÇÃO DE BANQUEIROS

Outra maneira de evitar a contraciclicidade é regular a remuneração dos banqueiros e outros agentes do mercado. Conforme apontado por Stiglitz (2008), os incentivos estão no cerne do comportamento de altos e baixos dos mercados financeiro e bancário. Uma grande parte do bônus está vinculada aos lucros de curto prazo: eles são positivos nos tempos de prosperidade, mas nunca negativos, mesmo quando ocorrem grandes perdas. Isso incentiva os banqueiros e os gestores de fundos a assumirem grandes riscos em épocas de prosperidade que se traduzem em altos bônus. No entanto, eles não perdem dinheiro, mesmo que grandes perdas ocorram devido aos riscos excessivos assumidos nos tempos de prosperidade, apesar do aumento do risco sistêmico, o que já foi reconhecido até pelo Institute of International Finance – organização que representa os principais bancos.

Há outro efeito negativo da bonificação de curto prazo que geralmente recebe menos destaque. Nos tempos de prosperidade, grande parte do lucro vai para o pagamento de bônus. Como o lucro é retirado dos bancos, e não utilizado para aumentar seu capital, nas épocas de crise os bancos acabam sendo recapitalizados por pacotes de ajuda, que em última análise são pagos pelos contribuintes. Pode-se argumentar que os contribuintes estão pagando pelos bônus excessivos.

Mesmo no plano político, é possível argumentar que altos bônus e remunerações contribuem para a concentração de riqueza no setor financeiro. Como consequência, atores financeiros ganham influência política, por exemplo, por meio do financiamento de campanhas políticas. O aumento da riqueza e influência do setor financeiro pode, assim, aumentar o risco de captura por parte dos reguladores ou de que sejam contratados com maiores salários por setores de melhor remuneração. Uma solução simples para este problema seria que banqueiros e gestores de fundos recebam um salário fixo. Os bônus podem ser abolidos – uma solução mais radical – ou acumulados em uma conta especial de garantia, e nesse caso só poderiam ser recebidos após um período equivalente a um ciclo médio completo de atividade econômica, se a atividade que estiver sendo remunerada permanecer rentável. Esta mudança poderia reduzir os incentivos existentes para o imediatismo.

Essas mudanças poderiam ser implantadas tanto por empresas individuais quanto pelo setor financeiro como um todo, já que a estabilidade é do interesse de ambos no longo prazo. No entanto, a ação coletiva e os problemas de agência principal tornam esta empreitada altamente improvável. Como consequência, a regulação externa dos esquemas de remuneração pode ser o melhor caminho a seguir, mesmo do ponto de vista da estabilidade das instituições financeiras. Isto seria particularmente benéfico para a estabilidade macroeconômica e financeira sistêmica. É encorajador que o Fórum de Estabilidade Financeira esteja estudando a introdução de um código de conduta para regimes de remuneração e exigindo mais capital dos bancos que não observem o código.

4 ARRANJOS INSTITUCIONAIS

Em termos de novos arranjos institucionais de regulação, são necessárias alterações no nível nacional e internacional. Uma comissão de segurança de produtos financeiros deve ser instituída como parte da nova estrutura regulatória no nível nacional nos Estados Unidos (STIGLITZ, 2008). Esta comissão deverá avaliar os riscos e benefícios dos produtos e determinar se são adequados, em geral e para usuários específicos. Assim, a comissão teria um forte paralelo com a Food and Drug Administration, que avalia riscos e benefícios de novos medicamentos. Há uma razão clara para isso ocorra no mercado financeiro também. Os mercados financeiros têm inovado, mas muitas vezes essas inovações têm sido prejudiciais para indivíduos, instituições financeiras e toda a economia. Claramente, o setor financeiro não foi hábil na análise das consequências dos produtos que oferece. Produtos defeituosos podem ter efeitos desastrosos tanto para aqueles que compram quanto para a economia, uma vez que podem criar risco sistêmico.

A comissão de segurança de produtos financeiros poderia avaliar os produtos, especialmente os produzidos por entidades reguladas ou que recebem investimentos destas. Cada produto teria um objetivo definido – por exemplo: De que forma ajuda a gerenciar e mitigar riscos? Qual é o perfil de risco para o público-alvo do produto? Suas características de risco seriam identificadas por meio de modelos conservadores que focam as falhas típicas dos mercados financeiros. Essa comissão determinaria se os benefícios de mitigação de risco anunciados pelos produtos de fato existem. A premissa subjacente seria que “não há benefícios gratuitos”, em outras palavras, só é possível obter maior retorno com maior risco. Haveria também uma forte prudência contra produtos complexos, cujos impactos são difíceis de analisar. A comissão de segurança de produtos financeiros estabeleceria normas de transparência a serem seguidas por todos os que lidam com entidades financeiras reguladas – incluindo os fundos de *hedge*; teria o poder de banir certos produtos dos balanços das entidades reguladas; e teria acesso ao estabelecimento de preços desses produtos.

Um sistema regulatório bem desenhado precisa ser abrangente, senão os fundos escoarão para a parte menos regulada do sistema. Por isso é necessário, em cada país, haver uma comissão que trate da estabilidade dos mercados financeiros, supervisionando todo o sistema financeiro e regulando de forma integrada cada uma das partes do sistema (STIGLITZ, 2008). Essa comissão também analisaria cuidadosamente as inter-relações entre as partes do sistema.

Os mercados financeiros modernos são complexos, com inter-relações variadas e muitas vezes inesperadas entre diferentes instituições de diferentes tipos, como demonstrado na crise atual. Uma comissão de estabilidade financeira do mercado poderia avaliar o risco geral, analisando o funcionamento de todo o sistema financeiro,

e responderia a diferentes tipos de choques. De forma complementar, uma comissão de segurança de produtos financeiros analisaria produtos individuais e julgaria sua adequação para segmentos específicos de compradores. Uma comissão de estabilidade do mercado financeiro seria encarregada de identificar os riscos macroeconômicos, por exemplo, o risco representado pela quebra da bolha imobiliária. Todas as autoridades reguladoras – que regulam valores mobiliários, seguros e o setor bancário –, então, responderiam à comissão. A comissão de estabilidade financeira do mercado supervisionaria todo o sistema e ajudaria a evitar a arbitragem regulatória.

No nível internacional, é preciso desenhar uma estrutura institucional coerente com o fato de que o mercado de capitais e o mercado bancário envolvem grandes componentes que operam globalmente. Para que o mercado e o regulador estejam nos mesmos domínios – assim evitando a arbitragem regulatória entre os países e centros financeiros – seria desejável a implementação de um regulador financeiro global. Acadêmicos (EATWELL; TAYLOR, 2002) e alguns agentes do mercado há muito tempo demandam uma instituição desse tipo, mas a recente crise – e a forma de contágio ao redor do mundo, afetando até mesmo países com sistemas financeiros sólidos – tornou mais necessário e politicamente mais viável o estabelecimento de uma instituição regulatória global.

Um regulador financeiro global desenharia as normas a serem aplicadas por todos os países e as jurisdições, incluindo os centros *off-shore*. Componentes do sistema financeiro sem conexões globais, por exemplo, pequenos bancos que emprestam apenas para agricultores em uma determinada região, poderiam continuar a ser regulados no nível nacional. No entanto, instituições financeiras com elos internacionais deveriam ser reguladas pelo órgão regulador global e suas normas.

A questão-chave é se seria necessário criar uma nova instituição para cumprir essa função. Dada a dificuldade de se alcançar o consenso necessário para criação de novas instituições internacionais, pode ser aconselhável adaptar uma existente, a saber, o Bank for International Settlements (BIS). O BIS é o principal candidato por pelo menos três razões: sua relação com a regulamentação do risco sistêmico nos mercados financeiros, a alta qualidade da sua análise e sua estreita relação com bancos centrais e órgãos reguladores.

No entanto, uma condição absolutamente necessária para o BIS exercer essa função é que a afiliação seja mais universal e que os países em desenvolvimento sejam devidamente representados na diretoria, na gestão e no quadro de funcionários. Também é importante que os representantes no BIS sejam responsabilizados junto aos seus respectivos parlamentos. Os países em desenvolvimento devem estar devidamente representados de modo a refletir adequadamente seu peso na economia mundial, indicado pela magnitude de seus ativos financeiros, pela contribuição para a economia mundial e pelo nível de reservas cambiais.

Esse aumento de membros – que prevê a inclusão de representantes de regiões que representam países menores e mais pobres – é fundamental para estabelecer a credibilidade multilateral.

Além disso, importantes elementos do Fórum de Estabilidade Financeira, para o qual o BIS fornece um secretariado, devem ser incorporados ao regulador global. Deve haver interação natural e estreita com o FMI sobre os aspectos macroeconômicos dos riscos, no nível global e nacional – um assunto também estudado pelo BIS. Contudo, o FMI não deve se tornar o regulador global, uma vez que a instituição já tem muitas funções importantes a cumprir – o que precisa fazer mais plenamente do que atualmente – e tem experiência limitada na formulação de normas regulatórias, de regulação e de supervisão, especialmente no nível de países desenvolvidos e globalmente. Além disso, a credibilidade do FMI foi abalada por sua excessiva propensão – pelo menos no passado – à desregulamentação dos mercados financeiros.

É encorajador que o G-20, em sua declaração de 15 de novembro de 2008, tenha lançado um chamado urgente para a ampliação do Fórum de Estabilidade Financeira de modo a incluir “mais membros que sejam economias emergentes, e outros grandes órgãos normativos devem rever imediatamente sua adesão”. A urgência de tal expansão não deve ser subestimada, pois os países em desenvolvimento não estão representados nestes órgãos – que são, portanto, extremamente antidemocráticos atualmente. Finalmente, essas reformas garantiriam não só mais legitimidade, mas também mais eficiência. Por último, e também muito importante, seria útil haver alguma representação da parte não financeira da economia, por exemplo, dos sindicatos.

A importância de conferir a um regulador global o poder real de influenciar as decisões dos reguladores nacionais não pode ser subestimada, especialmente nas grandes economias, cujos sistemas financeiros têm um impacto sistêmico sobre a economia mundial. Essa centralidade será difícil de alcançar, uma vez que os países detestam conceder soberania a organismos internacionais. No entanto, cada vez mais, é possível defender que os países também ganhariam soberania ao aumentar seu controle sobre o sistema financeiro global, sobre o qual têm controle limitado no momento.

Em conclusão, o desenho e a criação de um regulador financeiro global são um dos principais desafios institucionais enfrentados pela comunidade internacional na esteira da atual crise financeira. Esse organismo permitiria a implementação de reformas regulatórias no nível mundial, reduzindo assim a arbitragem regulatória, e ajudaria também a evitar futuras crises. A outra opção – tornar mercados de capitais e bancários menos globais por meio da introdução de controles de capital – é uma estratégia menos interessante no momento. Contudo, a segmentação dos mercados globais, por exemplo, por meio da introdução de controles de capital, pode acontecer de toda forma na ausência de regulação global eficaz. Assim, aqueles que defendem a globalização financeira devem ser fortes defensores de um regulador financeiro global.

REFERÊNCIAS

D'ARISTA, Jane; GRIFFITH-JONES, Stephany. **Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform**. New York: Oxford University Press, 2008 (Working paper for Initiative for Policy Dialogue).

EATWELL, John; TAYLOR, Lance. **International Capital Markets: Systems in Transition**. London: Oxford University Press, 2002.

EICHENGREEN, Barry. **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004 (NBER Working Paper, n. 10497).

GOODHART, Charles; PERSAUD, Avinash. A Proposal for how to Avoid the Next Crash. **Financial Times**, p. 9, Jan. 2008.

GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antônio. **What progress on international financial reform? Why so limited?** Sweden: EGDI, 2003.

STIGLITZ, Joseph Eugene. **Testimony before the House Committee on Financial Services**. 2008. Disponível em: < www.policydialogue.com>.