

INSTITUTO DE ECONOMIA – UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS



MONOGRAFIA

REGULAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO PARALELO

Aluno: Marcelo Vieira Frayha

RA: 062758

Orientadora: Maryse Farhi

Outubro de 2012

Campinas – SP

Marcelo Vieira Frayha

Regulação do Sistema Bancário Paralelo

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas, sob orientação da Profa. Dra. Maryse
Farhi

Campinas

2012

Campinas

2012

FRAYHA, Marcelo Vieira. **A Regulação do Sistema Bancário Paralelo**. 2012. 32 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

O resgate dos bancos só os tornaram mais “*too big too fail*” do que antes das crises, enquanto que as instituições financeiras não bancárias continuam muito interligadas aos bancos tradicionais. O presente texto trabalha com a hipótese de que as medidas atualmente adotadas internacionalmente são insuficientes para evitar o aprofundamento da atual crise financeira e evitá-las futuramente, a menos que as operações entre essas instituições passem por uma regulação internacional, gerenciada por uma entidade internacional. A tese apresenta no segundo capítulo o que é o *Shadow Banking System*, seus agentes e suas características. No próximo capítulo será discutido o debate teórico e as medidas oficialmente adotadas. Por fim é sugerido soluções quanto à regulação. Essa regulação deve ser principalmente, mas não exclusivamente, no sentido de: padronizar contratos dessas operações para que se formem mercados organizados; maior transparência nas estruturas dos títulos emitidos pelos bancos, e, portanto, maior rigidez por parte das agências classificadoras de risco; a inclusão das operações das SIVs no balanço de suas controladoras; a criação de *Clear Houses* que garantem a execução de derivativos em caso de falência; e por fim, a obrigatoriedade de que parte dos produtos estruturados negociados seja mantido pelos bancos para evitar que esses reduzam seus requerimentos na concessão de empréstimos.

Palavras-Chaves: crise econômica; capitalismo financeiro; crédito; sistema bancário paralelo; regulação;

ABSTRACT

The government support to banks during the 2007's crisis, made them even more "too big too fail" institutions, meanwhile, non-banking financial institutions are still very interconnected to the traditional banks. This paper works with the hypothesis that measures being adopted internationally are not enough to avoid the deepening of the actual financial crisis or avoid it in the future, unless proper regulation are applied. The paper presents in its second chapter the definition of Shadow Banking System, its agents and characteristics. In the next chapter it will be discussed theory and official measures being adopted. By last, it will be suggested solutions to regulation. This regulation should give standards to contracts, more transparency to the titles emitted by banks, regulating agencies should be more strict, the inclusion of SIVs operations to the balance of its controllers, and by last, the obligation of holding a percentage of its structured products by the banks.

Keywords: *economic crisis; financial capitalism; credit; shadow banking system; regulation;*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - O mercado de derivativos de balcão global	26
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Composição do Balanço Patrimonial do Federal Reserve **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 2 - Grande Banco de Empréstimos Comercial e Industrial – maior que US\$ 10 bilhões em ativos 13

Gráfico 3 - Pequenos e Médios Bancos de Empréstimos Comercial e Industrial – menor que US\$ 10 bilhões em ativos **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 4 - Retorno médio por ativo dos Bancos Americanos 15

Gráfico 5 - Crescimento PIB Mundial 1961-2011 **Erro! Indicador não definido.**

Sumário

1. Introdução.....	1
2. Caracterização e Origem do Sistema Bancário Paralelo	3
a. Características.....	3
b. Os Agentes.....	4
c. A origem do SBS.....	4
d. As contra-partes	5
e. As Inovações Financeiras	7
f. A Origem da Crise.....	9
3. Debate teórico e medidas oficiais.....	11
a. A reação Americana	11
i. A lei Dodd-Frank	16
ii. Volcker’s Rule	18
iii. As Instituições Too Big Too Fail.....	19
b. A reação Europeia	21
c. Debate Internacional.....	22
4. Consequências para o sistema financeiro internacional.....	23
a. O real tamanho da Crise	23
b. A concentração dos bancos.....	24
c. As instituições quase-públicas.....	24
d. Hedge Funds – Os menos prejudicados.....	25
e. As companhias de seguros.....	25
f. Os grandes bancos multifuncionais	25
g. O problema da iliquidez dos mercados de Balcão.....	27
5. Conclusões e propostas	28
6. BIBLIOGRAFIA.....	31

1. Introdução

O presente estudo se propõe a mostrar como a emergência do Shadow Banking System (Mercado Bancário Paralelo) não só possibilitou uma alavancagem sem precedentes dos agentes financeiros, como aumentou os riscos das operações em nível mundial, criando uma crise sistêmica de proporções desconhecidas, principalmente devido à falta de clareza dessas negociações.

As discussões oficiais internacionais, como veremos adiante, se limitam a aumentar o rigor da regulação bancária ignorando em grande medida o principal elemento da crise, exatamente as operações fora da regulação. Se as medidas tomadas pelos países se limitarem às operações oficiais, o risco de novas crises como a atual é certo. Nesse caso, todas as transferências dos governos aos bancos atualmente só servirão para aumentar a concentração de recursos neles, e portanto, o poder de gerar crises ainda maiores.

O presente estudo visa identificar através de uma perspectiva histórica o surgimento do Sistema Bancário Paralelo, para então caracterizar seus principais integrantes e então analisar o que vem sendo feito e o que precisaria ser feito para regulá-lo, impedindo-o de ser usado para arbitragem regulatória. Como veremos adiante, esse sistema possui uma importância do ponto de vista do financiamento das empresas, e não deve ser extinto, apenas regulado, de modo a evitar que crises como a de 2007 se repitam.

O desenvolvimento do sistema bancário internacional trouxe profundas mudanças à natureza das operações bancárias internacionais e dos agentes relacionados à atividade. A partir da década de 80, houve um esforço para regular a atividade bancária através da limitação da alavancagem dos bancos pela exigência da manutenção de reservas mínimas, estipuladas pelos acordos da Basileia. Esse esforço tinha como intuito evitar que os bancos emprestassem recursos em excesso como acontecera nas décadas anteriores.

Atualmente, pelo acordo de Basileia, os bancos dos países signatários são obrigados a manter no mínimo 8% de reservas sobre o valor dos ativos. Essa condição, apesar de reduzir os riscos de uma corrida bancária, encareceu em muito o fornecimento de crédito. A partir do início do século XXI, com a queda das taxas de juros internacionais, passou a haver uma corrida por inovações que driblassem a regulação para que o lucro dos

investidores não fosse comprometido. É nesse contexto que as operações fora do balanço dos bancos crescem de maneira vertiginosa.

Portanto a regulação do mercado bancário oficial estimulou o surgimento de um mercado paralelo onde os bancos não precisariam arcar com os altos custos dos empréstimos oficiais e poderiam se alavancar de acordo com seus próprios modelos de risco. As autoridades dos principais países como Inglaterra e EUA não viam problema nisso, pois julgavam que os bancos seriam os maiores interessados em não elevar os riscos de suas aplicações.

Como ficou claro após 2008, o aumento da concorrência entre os bancos num contexto de queda dos juros, os tornaram menos avessos aos riscos, e culminou na quebra de importantes instituições financeiras como o Lehman Brothers.

Portanto a inclusão do Sistema Bancário Paralelo nos marcos regulatórios se faz essencial para que a regulação do mercado oficial não se torne obsoleta. A liberalização das operações fora de balanço cria a possibilidade de excesso de alavancagem, não mais só dos bancos, mas também das instituições financeiras não bancárias, replicando as mesmas crises do passado, mas em escala muito maior.

Cabe por fim destacar que a análise da regulação do Shadow Banking, no presente estudo, possui como pressuposto a hipótese minskiana de instabilidade interna dos mercados de capital, ou seja, não pressupõe que haja uma autoregulação dos mercados, devido à existência de um excesso de euforia no crescimento e excesso de pessimismo na crise e, portanto, as medidas macro prudenciais devem considerar a fase do ciclo em que a economia está inserida, como será discutido no último capítulo.

2. Caracterização e Origem do Sistema Bancário Paralelo

a. Características

Segundo o Green Paper da Comissão Europeia de 03/2012, o Shadow Banking é caracterizado por operações fora do mercado bancário oficial que possuem uma das quatro características:

- A recepção de fundos com características de depósitos;
- Que realizem mudanças nos prazos de maturidade ou nível de liquidez de ativos;
- Que esteja sujeito à transferência de risco de crédito; e
- Que faz uso de alavancagem financeira indireta ou direta.

Esse sistema possui grande importância para o mercado financeiro por uma série de razões, por exemplo, servir de alternativa a depósitos bancários para os investidores; canalizar recursos para negócios específicos de maneira mais eficiente devido à especialização dos contratos negociados, permitindo sua elaboração de várias maneiras diferentes; por constituir uma fonte de financiamento alternativa aos bancos; e por fim, por constituir uma forma de diversificação de riscos fora do sistema bancário, contribuindo, na teoria, para a não correlação de riscos sistêmicos.

Entretanto há riscos inerentes a essas atividades, principalmente devido à sua opacidade, o que permite uma alavancagem sem limites das instituições financeiras (alavancagem oculta); além de possuir um risco de fuga dos agentes superior ao do sistema bancário, devido à falta de regulação e supervisão por parte das autoridades monetárias; por estimular a arbitragem regulatória, engajando os bancos em atividades do SBS com o intuito de escapar da regulação oficial; o que leva ao último grande problema, o risco sistêmico, pois a integração com o sistema bancário faz com que uma fuga do SBS se extrapole para ativos reais e para o sistema bancário oficial, levando à crises sistêmicas.

b. Os Agentes

O Sistema Bancário Paralelo tem três principais participantes: os chamados Bancos Universais, que são grandes bancos comerciais que aceitam depósitos e, portanto criam moeda; de outro lado, as SIVs e conduits¹, os bancos de investimentos, seguradoras, fundos de Hedge, de pensão e de investimentos, que assumiam os riscos dos empréstimos bancários em troca de um fluxo de rendimento; além das agências classificadoras de risco, que intermediam a relação entre essas instituições, avaliando o risco contido nos produtos estruturados pelos bancos comerciais. A seguir analisarei a origem do sistema bancário e do *Shadow Banking System*, para então detalhar o papel de cada agente no funcionamento desse mercado paralelo.

c. A origem do SBS

Segundo Farhi e Prates (2011), os bancos comerciais, a medida que se tornaram um sistema institucional articulado entre si e em torno de um banco central, libertaram os investidores da necessidade de uma poupança prévia, devido à sua capacidade de criar moeda.

Essa criação de meio circulante é determinada pela expectativa dos bancos frente aos ativos disponíveis, fazendo com que os bancos expandam o nível de meio circulante nos momentos de otimismo, e os retraiam nos momentos de pessimismo, sendo um importante agente na instabilidade do sistema monetário. Como resposta aos momentos de instabilidade, os governos aumentam a regulação da atividade bancária, que por sua vez cria inovações financeiras que reduzem os efeitos dessa regulação, chegando por vezes a torná-la obsoleta. Com o acordo da Basileia I em 1988, os bancos foram obrigados a aumentar os requisitos de capital próprio, limitando o volume de empréstimos a no máximo 12 vezes a quantidade de reservas, ponderado pelo risco, o que encareceu o custo do empréstimo e comprimiu o lucro dos bancos comerciais, encorajando-os a aumentar suas operações fora de seus balanços, levando a uma série de inovações que visavam escapar da regulação oficial, o que resultou na eclosão da crise financeira de 2007. Essas inovações ocorreram nos mercados de balcão, que não sofrem regulação, mas apresentam um risco muito maior devido à falta de uma instituição que garanta as operações.

¹ SIVs e *conduits* são empresas que serviam para retirar parte dos ativos dos bancos de seus balanços, contornando a regulação oficial. O que os diferencia é a quantidade de ativos que possuem, sendo os *conduits* corporações maiores.

Em um primeiro momento, os bancos universais negociavam títulos e derivativos financeiros compostos por títulos de dívidas colateralizadas, hipotecas, dívidas de cartão de crédito, entre outros (Fabozzi 1998). Esses títulos eram então submetidos às agências de classificação de riscos, e repassados aos investidores com um retorno proporcional ao rendimento gerado pelo empréstimo ao público, e a um nível superior ao obtido através de outros investimentos que fossem sujeitos à regulação bancária. Nesse processo, como o banco não retém o risco da dívida, a qualidade dos empréstimos foi gradativamente posta de lado, interessando apenas o aumento do volume de suas operações.

Em um segundo momento, os bancos passaram a usar derivativos de crédito, que consiste em um acordo entre um agente querendo se proteger de flutuações ou especular com o risco de crédito, e outro agente que aceita receber um fluxo de rendimentos em troca da assunção do risco de quitar o empréstimo no caso de ocorrer certos eventos determinados no contrato. A partir de então, os bancos passaram a negociar produtos estruturados em derivativos de crédito, ao invés de dívidas com garantias.

d. As contra-partes

Essas mudanças só ocorreram em um volume tão grande devido aos agentes financeiros não-bancários, que se sujeitaram a remover os riscos dos balanços dos bancos, em troca de um retorno aparentemente elevado, num contexto de baixas taxas de juros. Esses agentes são companhias de seguros, fundos de pensão, fundos de investimentos, fundos de hedge, SIVs (veículos de investimentos especiais) e os grandes bancos de investimentos, que aumentaram suas operações, dando margem à transações de maiores riscos, construindo estruturas altamente alavancadas. Nos EUA, à esses agentes também somam-se os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e que não possuem acesso às operações de redesconto, e as agências quase-públicas Fannie Mae e Freddie Mac² que provinham liquidez ao mercado imobiliário americano.

As companhias de seguros, assim como os fundos de pensão, historicamente não investiam em títulos de alto risco. Entretanto a opacidade dos produtos estruturados, que continham

² Essas agências, apesar de também não terem acesso ao FED, tiveram seus títulos considerados por muitos países como tão seguros quanto os títulos do tesouro americano, mas com um rendimento maior. Com a eclosão da crise, ficou evidente que essas agências operavam sobre alavancadas possuindo juntas um patrimônio de US\$ 150bi, e ativos no montante de US\$ 1,5 tri.

títulos de baixa qualidade juntos de títulos de dívida com garantias, tornaram esses agentes consumidores de títulos de risco mais elevado. Cabe destacar que os agentes acreditavam que a mistura de títulos podres com outros títulos não trariam problemas devido à falta de correlação entre os riscos. Isso não se verificou, tendo os riscos se concentrado nos maiores agentes do SBS.

As SIVs eram companhias criadas para securitizar as operações dos bancos, ou seja, retirar os riscos de seus balanços. Os bancos vendiam títulos com prazo de maturidade longo a essas empresas, liberando-os da necessidade de manter reservas, e ainda gerando taxas e comissões pelas operações. As SIVs por sua vez, emitiam títulos de curto prazo para financiar a compra dos títulos de maturidade mais longa, funcionando como um banco comercial que capta recursos de curto prazo para financiar empréstimos de longo prazo. Essas operações possuem o risco de descasamento de prazos, e enquanto os bancos possuem linhas de crédito que os protegem de uma eventual falta de liquidez, as SIVs operavam sem nenhuma garantia, mas também sem nenhuma regulação.

Esses agentes formam o Sistema Bancário Paralelo, termo cunhado por Paul McCulley (2007), compreendendo todas as instituições financeiras não bancárias que adotaram um modelo de negócios similar aos bancos³, operando com diferentes graus de liquidez e níveis de riscos na busca por lucro, entretanto sem possuir acesso às linhas de crédito fornecidas pelo banco central e pelo mercado interbancário.

A crise financeira de 2007, ao colocar em risco algumas das maiores instituições financeiras, trouxe questionamentos quanto à atual arquitetura financeira, assim como aos princípios que regem a atual regulação bancária e financeira institucionalizada pelos acordos da Basileia.

O que se verificou foi uma interconexão entre os balanços dos bancos universais e outras instituições financeiras no âmbito do obscuro mercado de balcão. Essas operações tinham o intuito de reduzir os riscos dos ativos bancários, e ao mesmo tempo permitir às instituições

³ As instituições não bancárias operavam de forma similar aos bancos comerciais pois captavam dinheiro no curto prazo e financiavam investimentos no longo prazo, gerando alto risco de descasamento de prazos por não terem acesso ao financiamento do Banco Central.

financeiras não bancárias, acesso aos altos rendimentos derivados dos empréstimos bancários ao público. A essas operações dá-se o nome de Mercado Bancário Paralelo.

e. As Inovações Financeiras

Os bancos possuem o poder de criar dinheiro, o que os diferencia de outras instituições financeiras que apenas ligam agentes deficitários e superavitários. É exatamente esse poder que torna necessária sua regulação por parte do Estado e por acordos internacionais. Entretanto, esses são cada vez menos eficientes em seu propósito devido às inovações financeiras criadas pelos agentes em épocas de otimismo generalizado. Nessa fase do ciclo econômico os bancos anseiam por maiores participações no mercado, pois há expectativa de lucro em muitos ativos. Eles diminuem seus requerimentos de capital e buscam fugir da regulação oficial através do mercado bancário paralelo.

Em relação às inovações financeiras, Chick (1987 e 1993) identifica seis estágios na evolução dos bancos, no modelo institucional inglês:

1° - Bancos pequenos e numerosos. Seus créditos não tinham poder de meio de pagamento e portanto os bancos só emprestavam o que tinham acumulado de reserva, sendo apenas intermediários financeiros.

2° - Os créditos bancários passam a ser aceitos como meio de troca e os bancos passam a ter o poder de criar moeda. Nessa fase que o investimento deixa de precisar de uma poupança prévia, em termos macroeconômicos.

3° - Surgimento do mercado interbancário que aumenta consideravelmente a capacidade dos bancos de criar moeda.

4° - Surgimento do Banco Central como credor de última instância possibilitando pela primeira vez que os bancos emprestassem em um volume maior que o total de reservas da economia, possibilitando-os a atender qualquer demanda por crédito. Nesse estágio, parte das reservas passam a ser garantidas pelo Estado.

5° - Surgiu nos EUA em 50, os bancos passaram a se verem livres da necessidade de manter reservas não compulsórias como precaução contra a falta de liquidez, o que barateou o crédito, mas aumentou consideravelmente o risco do sistema bancário. Isso ocorreu devido a prática da negociação de suas obrigações (como depósitos das famílias), em forma de títulos negociados em mercados secundários antes do seu período de maturação.

6° - Presente apenas na obra de Chick (1993) é caracterizado pela securitização do crédito, que possibilitou a diluição do risco de iliquidez bancária entre os outros agentes, e a prática de operações fora de balanço, que serão explicadas mais adiante.

A partir da década de 80, os acordos da Basileia firmados com o intuito de regular os bancos, incentivaram o crescimento das operações fora de balanço, e com isso foram criadas inúmeras inovações financeiras, que levaram ao sétimo estágio da evolução bancária presente apenas na obra de Farhi e Prates (2011):

7° - Prática de arbitragem regulatória e forte correlação entre os balanços dos bancos e o chamado Sistema Bancário Paralelo. Isso gerou um enorme aumento do crédito e do risco sistêmico. Resumidamente, os bancos negociavam derivativos de crédito, ou estruturavam seus títulos de dívidas em “pacotes” e os negociavam no mercado de balcão, ou seja, fora do mercado formal. Isso possibilitou às instituições não bancárias a terem acesso às altas taxas de juros derivadas dos empréstimos feitos pelos bancos, e como contrapartida, estes puderam alavancar seu volume de empréstimos sem precisar se preocupar com os riscos das operações.

Essa dinâmica na evolução dos bancos é explicada pela relação entre a competição entre bancos pelo lucro máximo e as inovações financeiras que tornaram muitas medidas regulatórias obsoletas. A partir de 1999 há uma queda na regulação dos bancos americanos, assim como das instituições financeiras. Com os juros em queda, os bancos expandem suas operações a um nível acima do permitido pelo acordo da Basileia, para manter o volume de lucros, e para isso criam uma série de inovações que possibilitariam a arbitragem regulatória, concomitantemente à desregulamentação financeira feita pelos estados

nacionais.

f. A Origem da Crise

No início, os bancos pegavam títulos de dívida colateralizadas, empréstimos hipotecários, de automóveis, de cartão de crédito, em suma, títulos que possuíam alguma garantia e portanto eram seguros, e estruturavam esses títulos, submetiam à avaliação de uma agência de risco e os negociavam, com ou sem a inclusão de derivativos, aumentando em muito a sua alavancagem. Conforme esse processo foi se desenvolvendo os bancos foram abrindo mão da qualidade. A lógica desse processo era a diluição de risco de falência devido à falta de correlação entre os títulos de um mesmo “pacote”. Foi isso que possibilitou que títulos subprime fossem qualificados como super seguros, pois estavam diluídos entre outros títulos.

O SBS permitia à essas instituições levantarem recursos de curto prazo através da emissão de papéis comerciais que eram usados para financiar empréstimos de longo prazo, como as hipotecas imobiliárias, causando o risco de desequilíbrio no balanço de pagamentos dessas instituições. Segundo o Wall Street Journal, os SIVs tinham emitido US\$ 1,5 trilhão em commercial papers, até meados de 2007 (Reilly & Mollenkamp, 2007). É importante destacar que desde 1980 essas instituições financeiras não bancárias compravam derivativos como forma de se proteger da variação de ativos ou especular. Mas é apenas quando começam a renegociar esses títulos estruturados e operações com derivativos, que elas passam a se comportar como um banco, mas sem o poder de emissão de moedas ou de empréstimos do Banco Central, levando ao surgimento do SBS e à interconexão entre balanços de empresas financeiras bancárias e não-bancárias (que não estão submetidas à regulação).

As operações com derivativos e os produtos estruturados não revelam o que está por trás dessas operações, então enquanto acreditavam que os riscos estavam se espalhando por todos os agentes, na verdade estavam se concentrando em poucos portfólios do SBS. Apenas com a quebra do Lehman Brothers em 2008, isso ficou evidente gerando uma crise sistêmica. A reação do governo foi financiar diversas entidades financeiras, dar garantias a fundos mútuos, fornecer linhas de crédito, em suma, tirar da sombra a parte principal do

SBS.

As transações do SBS se dão sobre o mercado de balcão. Neste mercado não há contratos padrão, nem regras para as trocas. Além disso nenhuma instituição garante o contrato, apenas a outra parte. Isso eleva muito o risco de quebra de contrato, pois seus valores dependem da flutuação de mercado, e a quebra de um contrato produz um grande efeito contágio sobre os outros, isso porque o ganho de um agente é igual à perda da outra parte, e quanto mais esses valores variarem, maior o risco de falência.

Os governos dos maiores países, assim como seus reguladores acreditavam que os modelos de análise de riscos individuais, aliado à governança corporativa seriam capazes de evitar uma sobre alavancagem. Isso num contexto de alta das operações com derivativos em todo o mundo, como resultado da maior competitividade num período de queda de juros. Somente com a quebra do Lehman Brothers ficou evidente que os riscos não estavam espalhados, e sim concentrados em alguns ativos. Esses se tornaram “shadow banks”, enquanto que os bancos tradicionais se tornaram supermercados financeiros por serem os únicos capazes de criar moeda.

Ainda cabe destacar a importância das agências avaliadoras de risco, que tiveram um crescimento enorme de operações no período e eram as responsáveis pela boa avaliação de títulos estruturados com papéis podres. Ou seja, elas ajudaram a tornar essas operações ainda mais desconhecidas do que já eram. A profunda relação entre o mercado bancário e o SBS, do qual essas agências são parte, e seus efeitos de concentração de riscos, só ficaram evidentes com a quebra de grandes instituições financeiras.

Portanto, as regras da Basiléia e dos bancos centrais nacionais se mostraram ineficazes devido à crença de que os bancos seriam os mais interessados em se manter saudáveis, e por isso, suas análises de risco seriam as corretas. Questões como excesso de alavancagem e contratos com alto risco de calote não eram considerados importantes. Como foi destacado por Bório (2011), as ferramentas prudenciais eram utilizadas apenas considerando os riscos das instituições isoladas, sem considerar sua conexão com outras instituições.

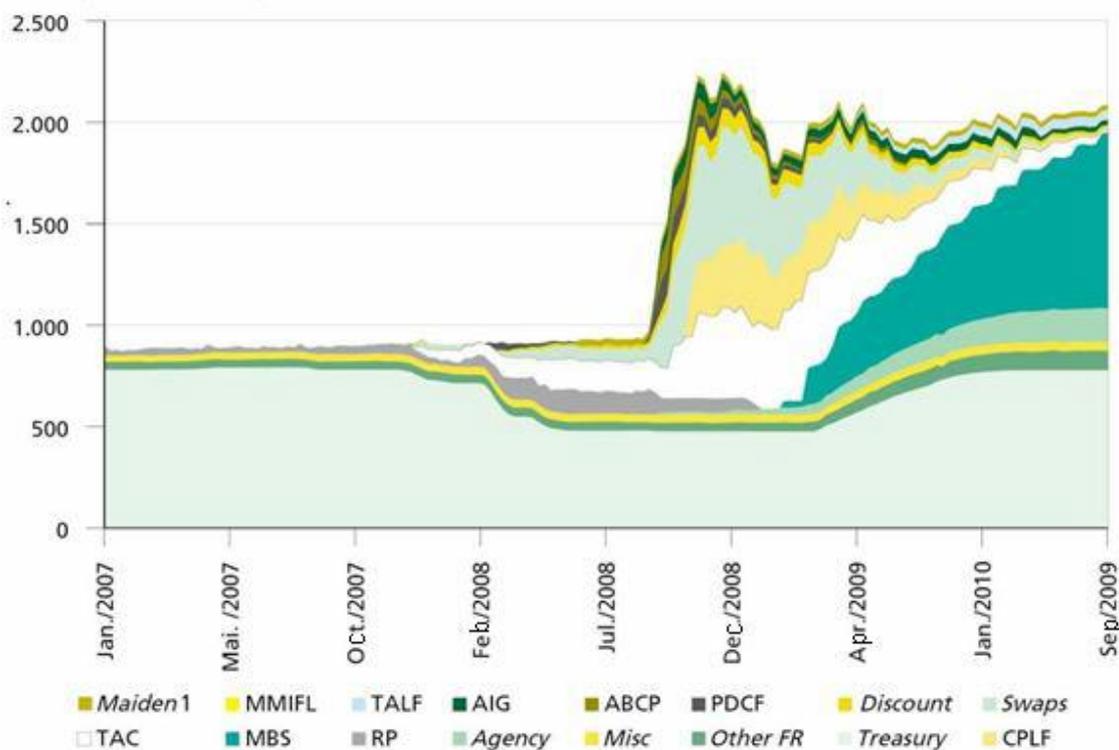
3. Debate teórico e medidas oficiais

a. A reação Americana

Em 2008, com o advento da crise, acreditava-se que esta era imprevisível, e que se devia a uma conjunção rara de fatores, que dificilmente ocorreria de novo. Portanto, a reação do governo americano foi o “*troubled asset relief program*” (TARP) que pretendia remover o lixo tóxico dos balanços dos bancos e assim restaurar a confiança dos mercados. Além disso, o Federal Reserve também colaborou ao reduzir as taxas de juros a zero e ao expandir seu papel de emprestador de última instância a todas as instituições financeiras, e algumas não financeiras. Ele também dobrou seus ativos para US\$ 2 tri, sendo que metade são títulos garantidos por hipotecas (gráfico 1). É estimado um apoio total, incluindo as garantias, de aproximadamente US\$ 14 tri (PRINS, 2010).

Gráfico 1

Composição do Balanço Patrimonial do Federal Reserve



(In billions US\$)

Source: Federal Reserve System Statistical Release H.4.1

PS.: Maiden I: net portfolio holdings of Maiden Lane Limited Liability Companies (LLC).

MMIFL: net portfolio holdings of LLCs funded through the Money Market Investor Funding Facility

TALF: loans extended through Term Asset-Backed Securities Loan Facility;

AIG: sum of credit extended to American International Group, Inc. plus net portfolio holdings of Maiden Lane II and III.

ABCP: loans extended to Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility;

PDCF: loans extended to primary dealer and other broker-dealer credit;

Discount: sum of primary credit, secondary credit, and seasonal credit;

Swaps: central bank liquidity swaps;

CPLF: net portfolio holdings of LLCs funded through the Commercial Paper Funding Facility;

TAC: term auction credit;

MBS: mortgage-backed securities held outright;

RP: repurchase agreements;

Agency: federal agency debt securities held outright;

MISC: sum of float, gold stock, special drawing rights certificate account, and Treasury currency outstanding;

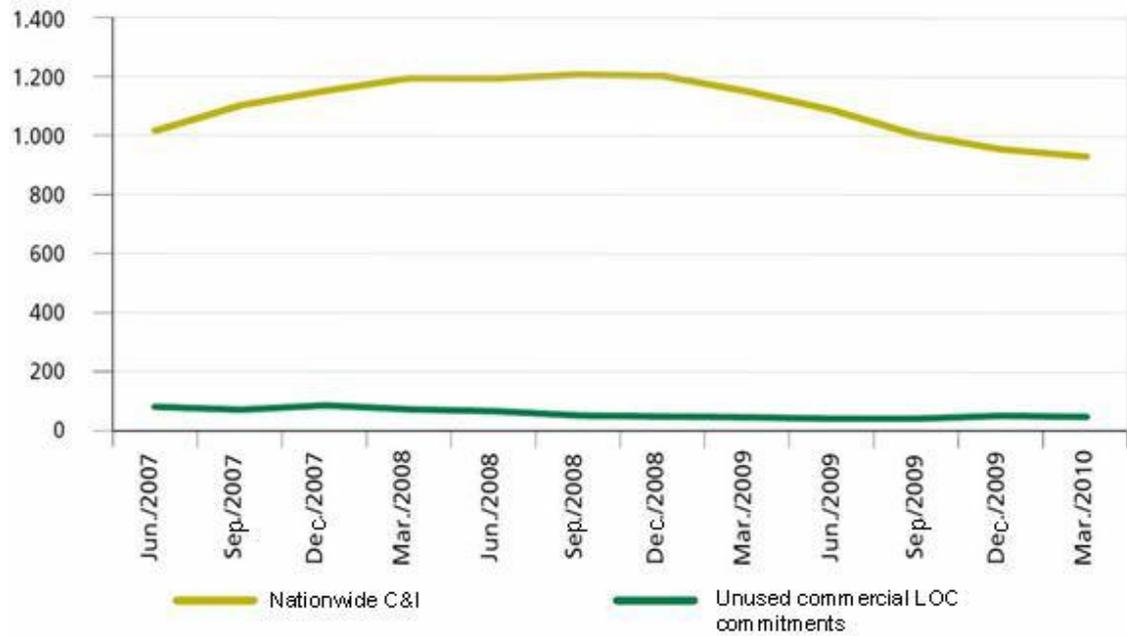
Other FR: Other Federal Reserve assets;

Treasury: U.S. Treasury securities held outright

Apesar de essas medidas terem evitado um colapso maior do sistema financeiro global, elas não obtiveram êxito no intuito de restabelecer a confiança dos mercados, a começar pelos bancos, que não ampliaram o acesso ao crédito (como se verifica nos gráficos 2 e 3).

Gráfico 2

Grande Banco de Empréstimos Comercial e Industrial – maior que US\$ 10 bilhões em ativos

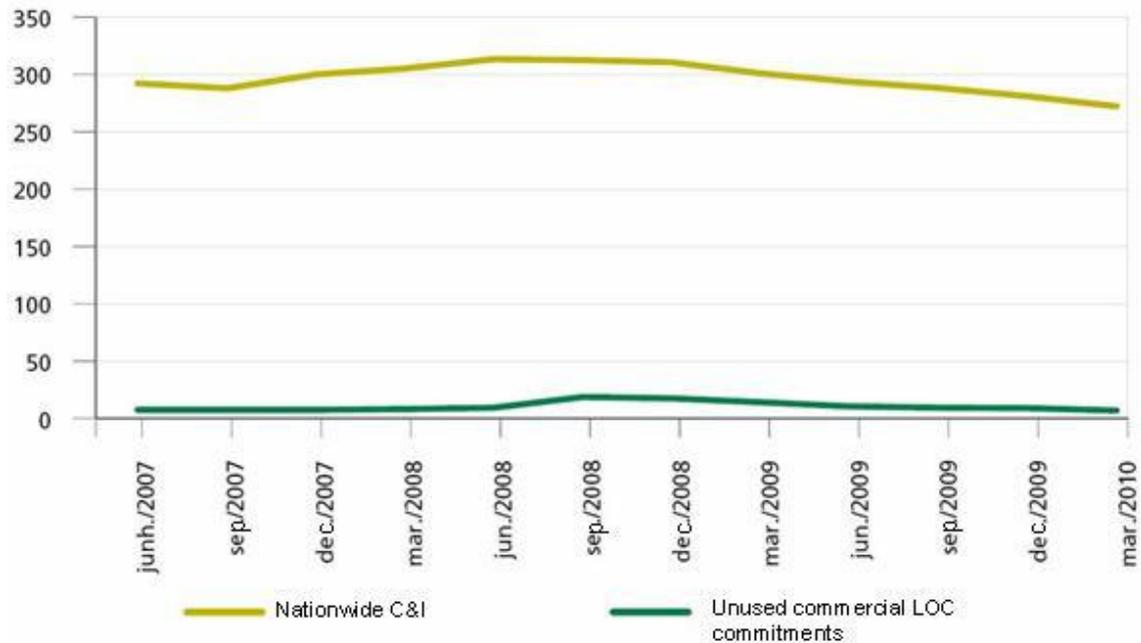


(In billions US\$)

Source: Institutional Risk Analytics

Gráfico 3

Pequenos e Médios Bancos de Empréstimos Comercial e Industrial – menor que US\$ 10 bilhões em ativos



(In billions US\$)

Source: Institutional Risk Analytics

Entretanto os spreads bancários aumentaram já a partir de 2009 como fruto da concentração bancária, além da redução do custo para captação de novos capitais, que chegou a -0,5%. Vários bancos registraram um acentuado aumento de rendimento, principalmente através de suas atividades comerciais com taxas fixas (gráfico 4).

Gráfico 4

Retorno médio por ativo dos Bancos Americanos

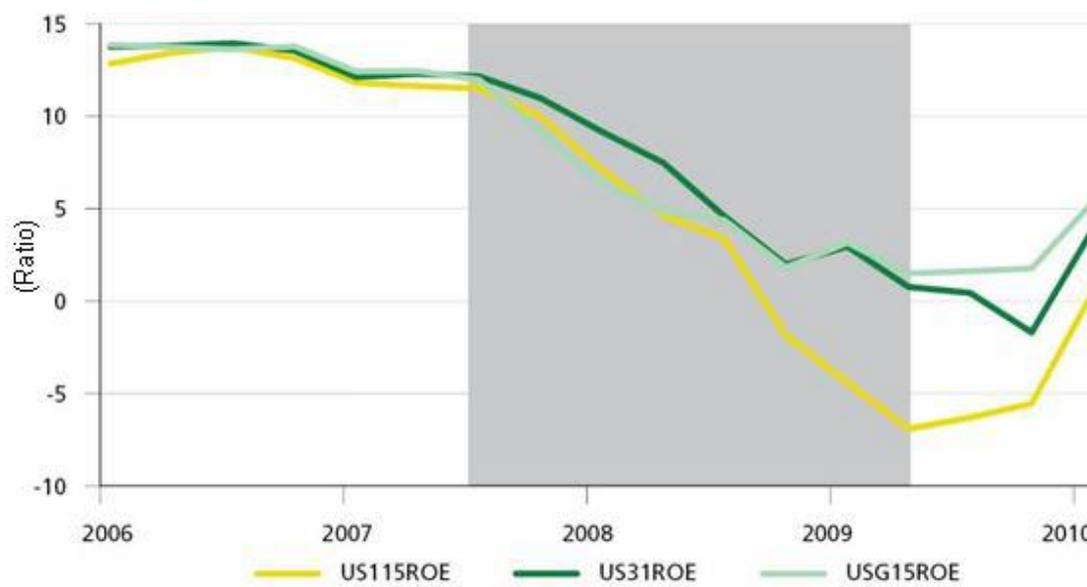


Figure 1

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Nota: 1 Average assets greater than US\$ 15 billion (USG15ROE); between US\$ 1 billion and US\$ 15 billion (US115 ROE); and between US\$ 300 million and US\$ 1 billion (US\$ 31 ROE).

Ps.: shaded areas indicate US recessions.

O risco sistêmico de um desmoronamento do sistema financeiro tornou evidente a necessidade de um sistema regulatório mais abrangente e centralizado. A crise mostrou a obsolescência das agências regulatórias descentralizadas, assim como o grau de integração entre as diversas instituições financeiras internacionais. O relatório da Counterparty Risk Management Policy Group III* (CRMPG III, 2008) recomendou a criação de uma câmara de compensação para os derivativos de balcão; exigências em relação às contrapartes, que devem ser minimamente sofisticadas para compreender os riscos das operações, e inclusão dos ativos lastreados em crédito no balanço das instituições. Apesar de essas medidas aumentarem as necessidades e os custos do financiamento dessas empresas, o custo global seria muito inferior ao gasto dos governos ao longo da crise.

A Securities and Exchange Comissions (SEC) americana, encarregada das normas prudenciais dos mercados financeiros, após a quebra do Lehman Brothers, proibiu a venda a descoberto de ações de instituições financeiras, de maneira a evitar um ataque especulativo que poderia comprometer as fontes de financiamento dessas instituições. Essa

medida foi seguida por diversos outros países. Ela continua vigente mesmo após o relaxamento da crise e deve ser sacramentada na reforma dos sistemas de supervisão e regulação. Duas outras medidas estudadas pela SEC são a interrupção da venda de ativos cujo preço caísse mais do que 105 em um dia, e a segunda, que existia até 2007, permitiria a venda de ativos a descoberto apenas quando o preço for superior ao do último negócio (uptick rule).

Já em março de 2008 o governo americano encaminhou ao Congresso uma proposta de reforma da estrutura regulatória norte-americana chamada Lei Dodd-Frank que incluía a consolidação das diversas agências regulatórias americanas, assim como a ampliação da supervisão do Federal Reserve passando a abranger também, além das holdings financeiras, os bancos de investimentos, seguradoras e fundos de investimento incluindo os fundos de Hedge. Essa lei é extremamente detalhada, e contém várias seções que dependem de decisões tomadas na Basiléia III, além de dependerem também da criação de diversos órgãos regulatórios que ainda não foram aprovados. Atualmente ela não está em vigor devido à todas as incertezas que ainda a cercam.

i. A lei Dodd-Frank

A lei Dodd-Frank, aprovada em 2010 com o intuito de regular o mercado financeiro americano⁴, continha a presunção de que se o problema de falência dos bancos e o problema das operações fraudulentas fossem resolvidos, o sistema financeiro estaria seguro.

Essa lei parte do pressuposto ortodoxo de estabilidade no mercado financeiro, e permite a existência de grandes bancos, preocupando-se apenas com a provisão de recursos para o caso de quebrarem. Ou seja, o que causa crises sistêmicas não são os grandes bancos, mas sim, seus processos de falência. Portanto, basta um meio adequado de liquidar os ativos podres de um grande banco falido, para que não haja necessidade de se resgatar essas instituições com recursos públicos, como na presente crise.

Portanto, o congresso americano, após o estágio crítico e a recuperação dos bancos, mudou

⁴ O título completo da lei Dodd-Frank é “Uma lei para promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos ao melhorar a responsabilização e a transparência no sistema financeiro, acabar com o too big to fail, proteger o contribuinte norte-americano ao acabar com os resgates financeiros, proteger os consumidores contra práticas abusivas de serviços financeiros, e para outros fins”

seu foco do equilíbrio do sistema, para a elaboração de leis que evitem que a sociedade americana arque com os custos das corridas bancárias, ou seja, obrigar as instituições financeiras a arcar com o prejuízo de suas atividades, e rapidamente aprovou um pacote de medidas regulatórias incorporadas na Lei Dodd-Frank.

Os dois carros-chefes da reforma eram em relação à falência dos grandes bancos, que não deveriam ter participação do dinheiro dos contribuintes (que será visto adiante), além da criação da Comissão de Segurança de Produtos Financeiros, elaborada devido à crença de que a crise foi resultado de práticas fraudulentas e/ou predatórios, cabendo à essa Comissão fiscalizar as operações de maneira a evitá-las.

A lei, como dito anteriormente, tinha como pressuposto a estabilidade dos mercados e acredita-se que essas mudanças sejam suficientes para evitar a repetição da crise. Também não impõe limites ao tamanho ou integração dos bancos, na verdade até estimula esse crescimento, pois isso aumenta a competitividade dos bancos americanos no mercado global. Nas palavras de um entrevistador do Secretário do Tesouro Americano Geithner:

[Geithner] told me he subscribes to the view that the world is on the cusp of a major ‘financial deepening’: As developing economies in the most populous countries mature, they will demand more and increasingly sophisticated financial services, the same way they demand cars for their growing middle classes and information technology for their corporations. If that’s true, then we should want US banks positioned to compete abroad. . . . ‘I don’t have any enthusiasm for . . . trying to shrink the relative importance of the financial system in our economy as a test of reform, because we have to think about the fact that we operate in the broader world,’ he said” (SCHEIBER 2011).

A maior parte das regras contidas na referida lei busca corrigir os problemas criados pela lei Gramm-Leach-Bliley⁵ de 1999, que permitiram o surgimento dos bancos multifuncionais. Quanto a isso, cabe destacar que mesmo antes de 1999, as próprias agências reguladoras já permitiam a multifuncionalidade dos bancos devido à concorrência

⁵ Essa lei, aprovada em 1999, revogou a lei Glass-Steagal, que separava as atividades dos bancos comerciais da atividade dos bancos de investimento, regulamentando o primeiro. Durante a década de 90, economistas norte-americanos apregoavam que essa regulamentação era anti-concorrencial, diminuindo a eficiência dos bancos comerciais, além de serem inúteis no ponto de vista de redução dos riscos (KAUFMAN, 1988).

internacional, já que na Europa, as *holdings* financeiras obtinham vantagens em relação aos bancos americanos.

ii. Volcker's Rule

A Regra de Volcker é uma das seções mais importantes da lei para sua finalidade regulatória, pois coloca limitações às entidades bancárias, que têm acesso ao Federal Reserve, no volume de suas operações especulativas, de maneira a evitar que fundos derivados dos depósitos do público garantidos pelo FED, financiassem as atividades especulativas dos bancos. Entretanto, como os bancos continuam tendo acesso aos mercados de derivativos para atender a solicitações de clientes que buscam proteção, é difícil identificar quais são as operações especulativas e quais não são.

A lei também determina que as instituições financeiras só possam ter acesso ao seguro do Fed caso não se enquadrem na classificação de “Negociadora de Swaps”, que abrange os negociadores de swaps, e os grandes participantes do mercado de swaps, mesmo que não emitam títulos, mas que mantenham grandes volumes de posições em aberto nesse mercado. Entretanto, como destaca Kregel (2011), como a lei Gramm-Leach-Bliley ainda vigora, as instituições teriam a opção de negociar no mercado de swaps através de empresas associadas, evitando assim a perda do seguro governamental, estando sujeitas apenas as determinações da CFTC⁶, da SEC e do FED.

Mas essas exceções não incluem as operações de Swaps de Risco de Crédito. A indústria financeira se esforçou para limitar a reforma na comercialização de Credit Default Swaps (CDS) ao requerimento de que sejam quitados. Greenberger (2010) argumenta que isto sozinho não é suficiente, destacando a necessidade também de transparência de preços e agentes, regulação dos intermediários prudencial e de competência, arquivamento completo das negociações, proibições à fraude e manipulação, e compartilhamento das informações com os reguladores e as contrapartes. Isto criaria uma estrutura semelhante ao mercado de ações, com severos requerimentos contra fraudes reforçados pelo governo e consequentemente a exclusão de CDSs que potencialmente poderiam causar falências. Isso seria necessário na prevenção dos mesmos problemas que levaram à atual crise.

⁶ U.S. Commodities Future Trading Commission – Comissão independente que regula os mercados futuro e de opções.

iii. As Instituições Too Big Too Fail

Quanto às instituições too big too fail, as principais seções da lei fazem pouco para reverter a tendência à formação de instituições maiores e mais diversificadas na prestação de serviços financeiros. Não há limite para seus tamanhos, suas interconexões ou sua alavancagem, nem procura reverter a enorme concentração ocorrida como resultado das medidas urgentes tomadas nos períodos críticos da crise. Entre 1995 e 2010, a participação no total de depósitos dos cinco maiores bancos americanos quadruplicou atingindo 45% e a participação no PIB triplicou para 60%.

A lei procura lidar com o aumento dos riscos presentes no contínuo crescimento dessas instituições através da criação de um sistema para a dissolução dessas instituições quando elas se tornarem insolventes. Na verdade a lei não procura evitar as crises, apenas que fundos públicos sejam utilizados em sua prevenção, o que é compreensível após todas as críticas ao fato de que enquanto as instituições financeiras insolventes eram recapitalizadas, as famílias insolventes tinham suas hipotecas executadas.

A falta de base legal para lidar com instituições financeiras insolventes foi uma das principais dificuldades dos reguladores na resposta à crise. Como exemplo temos o resgate à seguradora AIG alguns dias depois da quebra do Lehman Brothers. A segunda seção da Lei Dodd-Frank propõe a criação de uma autoridade de liquidação ordenada (OLA) que dá ao FDIC⁷ o poder de controlar tais instituições quando for determinado pela secretaria do Tesouro que há ameaça ao sistema financeiro. Então o FDIC irá liquidar os ativos da empresa de maneira a minimizar as perdas do sistema como um todo.

Para que isso tome efeito, antes o FDIC precisa provar a existência de uma série de requisitos, como: que a companhia está em perigo de falência ou já abriu falência; que a falência da companhia implicaria em sérias perdas à estabilidade do sistema americano; e que não há opções no setor privado para evitar tais consequências. Por fim, o ato também determina que a empresa financeira pague pelos custos de seu desmembramento pelo FDIC.

A lei Dodd-Frank considera uma grande instituição, aquelas que possuíam até 31 de dezembro de 2006, ativos avaliados em mais de US\$10bi (e que não tenham reportado ativos inferiores a esse valor por quatro trimestres consecutivos); ou empresas que

⁷ Federal Deposit Insurance Corporation – Agência Federal garantidora dos depósitos bancários.

possuíam menos de US\$ 10bi ao final de 2006, mas que desde então atingiram esse valor por pelo menos quatro trimestres consecutivos. Então, quando uma instituição atingir o status de grande, ela receberá uma avaliação CAMELS⁸, que avalia a adequação do capital, a qualidade dos ativos, a administração, a rentabilidade e a sensibilidade aos riscos do mercado, formando uma escala de 1 a 5. Uma filial de um banco internacional não pode ser classificada como grande.

Rosner (2011), entretanto, destaca que as atuais regras de falência e o OLA são falhas fundamentais na tentativa da lei Dodd-Frank em resolver o problema das instituições muito grandes, pois a coexistência de duas formas de falência para as mesmas instituições aumenta a incerteza dos credores dessas instituições. Além disso, estaria sendo sinalizado ex-ante ao público, quais firmas causam instabilidade sistêmica, e isso aliado à opacidade e subjetividade do OLA, além de sua ambiguidade em casos de credores em situações similares, aumenta a incerteza dos investidores em determinada instituição, rompendo o fluxo de capital de risco exatamente no momento em que esse era mais necessário.

Quanto à securitização, ou a capacidade dos bancos de repassar os riscos para outros agentes, e que deu origem ao shadow banking, é para muitos, um dos principais motivos para a atual crise financeira. A lei Dodd-Frank se propõe a regular estas estruturas impondo retenção de no mínimo 5% por parte dos securitizadores, para o risco de crédito. Os agentes que emitirem hipotecas residenciais qualificadas por certas características, ou outros ativos que também atendam a certos critérios não se submeterão a essas condições. Isso se baseia no pressuposto de que se os bancos sejam obrigados a reter algum risco, eles serão mais rigorosos no monitoramento da qualidade das hipotecas securitizadas por eles.

Entretanto, reformas não deveriam se basear no pressuposto de que bancos querem evitar riscos, até porque em épocas de relativo baixo risco, reduzem a recompensa por ela, incentivando os bancos a atividades mais arriscadas e conseqüentemente, mais lucrativas. Além disso, o mínimo de 5% pode não ser suficiente para evitar o aumento dos riscos nas securitizações bancárias, caso este julgue que as taxas e comissões compensem esse risco de 5%. O fato é que os bancos se utilizam de arbitragem regulatória para preservar seus rendimentos e o valor de seus ativos. Assim como o acordo da Basiléia I fez com que os

⁸ CAMELS é a sigla para: *Capital adequacy, Asset quality, Management quality, Earnings, Liquidity and Sensitivity to Market Risk*. É um sistema internacional de avaliação de entidades bancárias. Quando a nota média for menor que 2, sinaliza que se trata de uma instituição de qualidade.

bancos retivessem apenas os ativos de maior risco de cada categoria, nesse caso as instituições poderiam reter apenas o nível mínimo de risco requerido pela regulação para evitar assumir posição consolidada. Portanto, não é claro que essa medida seria suficiente para evitar o surgimento de novas operações fora de balanço, além de ser improvável que isso as isolará do impacto das performances dos ativos.

Por fim, quanto à alavancagem e requerimentos de capital, a lei prevê a determinação por parte do Fed, de limites de alavancagem e requerimentos de capital ponderados pelo risco, não apenas da instituição, mas também para o público.

b. A reação Europeia

Segundo a European Commission, a Europa atualmente busca de maneira mais veemente uma regulação indireta, ou seja, regular a atividade dos bancos da seguinte maneira:

- A obrigação de que criadores e patrocinadores de ativos securitizados mantenham parte relevante dos riscos avaliados, em um montante similar ao dos bancos oficiais.
- Maior rigor nas regras relativas à retenção de risco de ressecuritizações, além da obrigação às autoridades locais de se levar em consideração a reputação desses ativos ao calcular os riscos dos bancos individuais.
- Requerimento de liquidez, a partir de 2015, para qualquer produto ou serviço relacionado ao risco reputacional de um banco.
- Aumento dos requerimentos para transferências de ativos financeiros. O intuito é propiciar meios de financiar os veículos de securitização.

O escopo da atual regulação existente também foi ampliado, tornando a futura arbitragem regulatória mais difícil. Agora ela abrange investidores com grande número de operações e investidores de commodities. Apesar de não impor requerimentos de capital a essas firmas, ela poderá intervir nos riscos inerentes ao shadow banking gerados pelas atividades dessas empresas, criando uma regulação prudencial às atividades desse sistema.

Por fim, A União Européia adotou medidas de regulação direta, criando formas padrões de cálculo de alavancagem e obrigando os administradores de ativos a monitorar sistematicamente seu nível de liquidez. Os fundos também deverão limitar o número de investimentos diferentes, limitar os prazos de maturidade e prover diariamente cálculo do valor dos seus ativos.

As Agências avaliadoras de risco apesar de não operarem alavancadas, estarão sujeitas a uma forte regulação além do monitoramento por parte da European Securities and Markets Authority (ESMA). Além disso há a elaboração de leis que tornem mais precisas a avaliação dos riscos (Proposta de Regulação do Parlamento Europeu n.1060/2009).

c. Debate Internacional

No âmbito internacional, com o desenrolar da crise, o G8 foi substituído pelo G20 na coordenação internacional de resposta à crise, tendo como intuito reformar a supervisão e a regulação financeira. A proposta dos europeus e dos países emergentes era a de criar um órgão regulatório supranacional. Diante da recusa norte-americana, ficou decidido um reforço aos sistemas regulatórios nacionais, além de aprofundar a cooperação internacional via modificação de acordos da Basileia. Esses acordos buscaram promover a harmonização internacional das regras de supervisão e regulação bancária, buscando-se garantir requisitos mínimos de capital para o contorno das crises. Entretanto, esses acordos se tornaram fáceis de burlar, pois continuavam partindo da premissa que a gestão de riscos por parte dos bancos era a mais eficiente. Portanto, assim como ocorria antes, as propostas mais abrangentes de reformas na regulação financeira continuaram circunscritas ao âmbito nacional, e embora não faltem propostas, nenhuma reforma foi efetivamente adotada ainda. Entretanto, a maior representatividade dos países em desenvolvimento nos órgãos internacionais, deve contribuir para uma maior sincronia internacional no que diz respeito aos marcos regulatórios. Isso deverá ser verificado no Acordo de Basileia III, e também dentro do FMI e do Banco Mundial, que hoje possuem, principalmente o último, maior representação de países como Rússia, Índia, China e Brasil.

4. Consequências para o sistema financeiro internacional

a. O real tamanho da Crise

Segundo Farhi e Cintra (2009), entre junho de 2007 e novembro de 2008 houve grande desconfiança por parte dos investidores quanto ao sistema financeiro global, levando à crises nos mercados de ações, câmbio, derivativos e crédito, levando a uma corrida aos títulos do tesouro americano, os mais seguros do sistema. Nesse período houve uma corrida contra o sistema bancário paralelo, levando o governo americano a tomar medidas como a autorização à operações de redescontos aos bancos de investimento, evidenciando a importância no sistema pelo SBS. Entretanto essas medidas foram insuficientes para evitar seu desmanche, com as instituições buscando vender rapidamente os títulos que ainda possuíam mercado, derrubando seus preços.

Com o decorrer da crise, a frágil situação dos agentes desse sistema fez com que o risco percebido nos derivativos de crédito se elevasse num ciclo vicioso onde a elevação dos preços aumentava mais ainda a percepção do risco de quebra de contrato. Esse risco ainda foi agravado pelo fato de que não existia uma câmara de compensação, além disso, não se sabia exatamente o volume dos riscos, pois qualquer derivativo liquidado antes do vencimento era contado mais de uma vez, ou seja, não se sabia ao certo quais posições estavam expostas a riscos, pois mesmo quem já tinha saído do jogo era contabilizado como derivativo negociado.

Para resolver isso, houve a proposta por parte de reguladores e agentes, de criar uma câmara de compensação que exija uma garantia entre as partes, e introduza algum controle às posições em aberto e às distribuições de riscos. Algumas empresas privadas vêm se candidatando a assumir essa função, como a Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que vem divulgando desde novembro de 2008 os valores líquidos desse mercado, isso é, descontando as posições cobertas, mas que ainda não chegaram ao vencimento, eliminando as múltiplas contagens de ativos negociados antes do prazo final de liquidação,

chegando a conclusão de que os compromissos líquidos representavam 9% dos compromissos brutos, ou seja, US\$ 2,5 tri ao invés de US\$ 28 tri, e portanto, ao alcance do socorro das autoridades monetárias. Os agentes sobrevalorizaram os riscos desse mercado, julgando-o muito superior ao que realmente era.

b. A concentração dos bancos

Sem dispor de reservar de capital, os grandes bancos de investimentos americanos deixaram de existir. Em março de 2008, o quinto maior banco americano só não quebrou devido à garantia de US\$ 29 bi dada pelo FED ao JP Morgan para sua compra, com grande desvalorização (US\$ 10 por ação contra US\$ 170, um ano antes). A quebra do Lehman Brothers desencadeou a compra do Merrill Lynch pelo Bank of America, enquanto o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformarem em holdings financeiras, com acesso às linhas de crédito interbancárias e sujeitos às normas de Basileia.

As instituições especializadas em crédito hipotecário sofreram abalos tanto nos EUA quanto na Europa. O banco inglês Northern Rock acabou sendo nacionalizado após ter suas linhas de crédito cortadas pelas instituições financeiras, mesmo destino deve o banco especializado em hipotecas Bradford & Bingley. Nos EUA, o maior banco especializado em hipotecas, o Washington Mutual, teve sua falência decretada em setembro de 2008, tendo parte dos seus ativos adquiridos pelo JPMorgan/Chase.

c. As instituições quase-públicas

Ainda segundo Farhi e Cintra (2009), a perda de confiança nas instituições com ativos imobiliários atingiu igualmente as duas agências quase-públicas, criadas para prover liquidez ao mercado imobiliário norte-americano, a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e a Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac). Essas associações privadas, mas patrocinadas pelo governo (Government Sponsored Enterprises – GSE), conseguiam se financiar a um custo muito próximo ao do tesouro americano (T-bonds) e, ao mesmo tempo, operavam com uma alavancagem muito superior à outras instituições, possuindo em conjunto uma dívida total de US\$ 1,54 tri, com um patrimônio conjunto de apenas US\$ 71bi. Ambas deram garantias a títulos hipotecários no valor de US\$ 4,7 tri, ou 33% do PIB americano, em junho de 2008. Cada uma recebeu US\$ 100bi

para obter liquidez, enquanto que o congresso americano autorizou US\$ 300 bi para evitar que as hipotecas fossem executadas. Essas ações se explicam pela magnitude do passivo dessas agências, e por que parte significativa dos seus títulos foram adquiridos pelos bancos centrais estrangeiros, por considerarem-nas tão seguras quanto os títulos do governo americano, com a vantagem de um rendimento um pouco maior.

d. Hedge Funds – Os menos prejudicados

Os Hedge Funds apresentaram perdas bastante inferiores aos outros fundos, parte porque devido a menor dimensão de seus agentes, que possibilitava maior agilidade para vender posições, parte devido às próprias regras dos fundos, que possibilitavam operações dos cotistas apenas nos finais dos trimestres, e com prazo de três meses para o reembolso. Essa característica apesar de não os ter isolado da crise (houve queda de cerca de 40% nesses fundos), propiciou tempo para manobras que reduzissem suas perdas, impondo-as aos cotistas.

e. As companhias de seguros

Por último, há o caso das seguradoras, que para manter o benchmark necessário para suas operações, não podiam mais depender de operações de baixo risco devido à queda das taxas de juros, como já destacava Persaud (2002), fazendo com que assumissem posição relevante no SBS. O caso mais espetacular foi da maior seguradora do mundo, a AIG, que registrou prejuízos de US\$ 321bi e assumiram posição de venda de ativos de proteção contra riscos de crédito de US\$ 460 bi. O FED autorizou empréstimos de US\$ 150 bi à seguradora, com altas taxas de juros e direitos de votação. A inédita ação foi resultado do temor de uma nova série de falências.

f. Os grandes bancos multifuncionais

Do outro lado do Shadow Banking System, os Bancos Universais também registraram enormes perdas, principalmente após a inclusão de parte das dívidas de suas SIVs em seus balanços, obrigando-os a ir atrás de custosos fundos soberanos de modo a se readequarem às normas do Acordo da Basileia. No final de 2008, apesar de mais sólido que os bancos de investimento, ficou evidente que os aportes aos bancos comerciais deveriam ser muito superiores aos US\$ 360 bi estimados em agosto desse mesmo ano. Como se verifica no

Grafico 6, o valor de mercado agregado dos derivativos negociados passavam de US\$ 33,89 tri⁹. Cabe ainda destacar que apesar do valor de mercado dessas negociações terem crescido 66,5%, seus valores nocionais reduziram-se em 13,5%.

Tabela 1

O mercado de derivativos de balcão global

The global OTC derivatives market¹
Amounts outstanding in billions of US dollars

	Notional amounts outstanding				Gross market values			
	Jun 2007	Dec 2007	Jun 2008	Dec 2008	Jun 2007	Dec 2007	Jun 2008	Dec 2008
GRAND TOTAL (including CDS)	516,407	595,341	683,726	591,963	11,140	15,813	20,353	33,889
A. Foreign exchange contracts	48,645	56,238	62,983	49,753	1,345	1,807	2,262	3,917
Outright forwards and forex swaps	24,530	29,144	31,966	24,562	492	675	802	1,732
Currency swaps	12,312	14,347	16,307	14,725	619	817	1,071	1,588
Options	11,804	12,748	14,710	10,466	235	315	388	597
Memo: Exchange-traded contracts ²	303	291	367	220	---	---	---	---
B. Interest rate contracts³	347,312	393,138	458,304	418,678	6,063	7,177	9,263	18,420
FRAs	22,809	26,599	39,370	39,262	43	41	88	153
Swaps	272,216	309,588	356,772	328,114	5,321	6,183	8,056	16,573
Options	52,288	56,951	62,162	51,301	700	953	1,120	1,694
Memo: Exchange-traded contracts ²	86,150	71,051	73,779	52,712	---	---	---	---
C. Equity-linked contracts	8,590	8,469	10,177	6,494	1,116	1,142	1,146	1,113
Forwards and swaps	2,470	2,233	2,657	1,632	240	239	283	338
Options	6,119	6,236	7,520	4,862	876	903	863	775
Memo: Exchange-traded contracts ²	8,637	7,735	7,862	4,945	---	---	---	---
D. Commodity contracts⁴	7,567	8,455	13,229	4,427	636	1,899	2,209	955
Gold	426	595	649	395	47	70	68	65
Other	7,141	7,861	12,580	4,032	589	1,829	2,142	890
Forwards and swaps	3,447	5,085	7,561	2,471	---	---	---	---
Options	3,694	2,776	5,019	1,561	---	---	---	---
E. Credit default swaps⁵	42,581	57,894	57,325	41,868	721	2,002	3,172	5,652
Single-name instruments	24,239	32,246	33,334	25,730	406	1,143	1,889	3,695
Multi-name instruments	18,341	25,648	23,991	16,138	315	859	1,283	1,957
F. Unallocated⁶	61,713	71,146	81,708	70,742	1,259	1,788	2,301	3,831
GROSS CREDIT EXPOSURE⁷	---	---	---	---	2,672	3,256	3,859	5,004
Memo: Exchange-traded contracts ^{2,8}	95,091	79,078	82,008	57,876	---	---	---	---

¹ All figures are adjusted for double-counting. Notional amounts outstanding have been adjusted by halving positions vis-à-vis other reporting dealers. Gross market values have been calculated as the sum of the total gross positive market value of contracts and the absolute value of the gross negative market value of contracts with non-reporting counterparties.
² Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; various futures and options exchanges. ³ Single currency contracts only. ⁴ Adjustments for double-counting partly estimated. ⁵ See Tables 4 and 5. ⁶ Includes foreign exchange, interest rate, equity, commodity and credit derivatives of non-reporting institutions, based on the latest Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, in 2007. ⁷ Gross market values after taking into account legally enforceable bilateral netting agreements. Excludes CDS contracts for all countries except the United States. ⁸ Excludes commodity contracts.

Fonte: BIS, Semiannual OTC derivatives statistics at end-December 2008.

Nota: a) Nas estatísticas do BIS, *reporting dealers* são os grandes bancos internacionais e os agentes chamados de *broker-dealer* nos EUA. Nenhuma outra instituição financeira não-bancária está incluída nessa rubrica.

⁹ Contando as posições em aberto.

g. O problema da iliquidez dos mercados de Balcão

No final de 2006, o Financial Accounting Standards Board, que regulamenta as informações contábeis das instituições financeiras, classificou os ativos financeiros em 3 níveis: O primeiro, que compreendia apenas 9% dos ativos totais, contemplavam os ativos negociados em mercados líquidos. O nível 2 se trata de ativos cujo preço é formado com base em modelos cujos dados são baseados em preços de ativos negociados em mercados líquidos. Já o nível 3 compreende os ativos menos líquidos, cujos preços só podiam ser calculados através de modelos matemáticos. Como 91% dos ativos das empresas financeiras eram de nível 2 e 3, fica evidente o excesso de ativos pouco líquidos em seus portfólios, e com a crise, esses ativos foram precificados próximo a zero.

A falta de transparência dos mercados de balcão fez com que as instituições percebessem a desvalorização dos seus ativos somente quando esses eram liquidados, mas não ao longo de sua duração. Isso porque as reavaliações dos preços dos ativos, devido à baixa liquidez desse mercado, não tinham referência clara e eram feitas através de complexos modelos matemáticos que chegavam apenas a um preço aproximado. Ao longo da década de 1990, diversos prejuízos foram detectados apenas no vencimento, e deram origem a diversos processos judiciais contra as instituições financeiras intermediadoras.

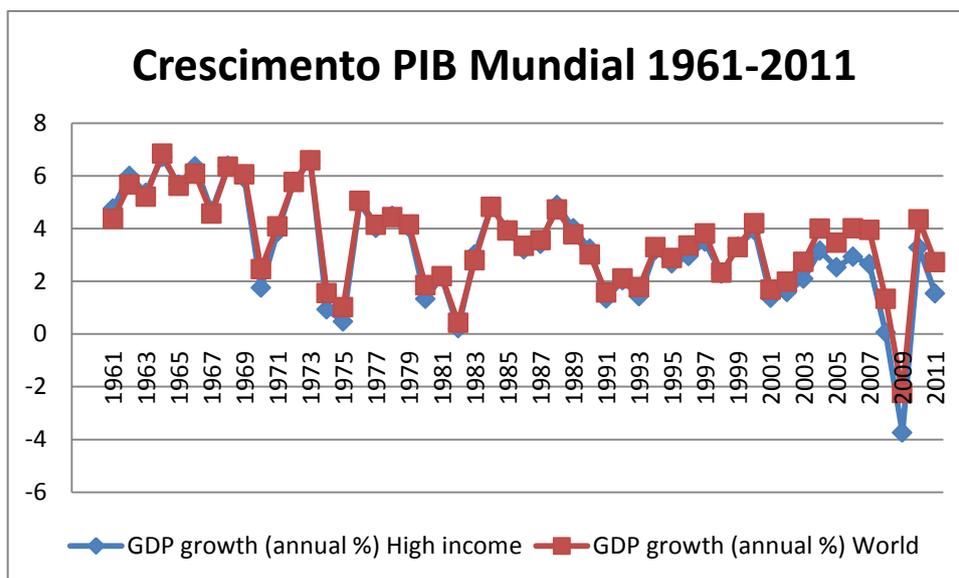
5. Conclusões e propostas

Para adotar medidas regulatórias que sejam eficazes, é preciso pensar como funcionam as instituições para então pensar como fazê-las funcionarem melhor. As instituições são fruto de um contexto histórico onde os atores mais influentes obtêm maior representação. Mudanças nesse quadro ocorrem apenas quando há mudanças no meio material. Atualmente houve uma ascensão dos países emergentes concomitantemente às persistentes crises financeiras desde a década de 90, e isso fica evidente com sua maior participação nas instituições internacionais, como o FMI e o Banco Mundial. Essa adequação se faz necessária diante da necessidade de uma coesão internacional, que não só impeça as desvalorizações competitivas da década de 30, como propicie o surgimento de uma regulação financeira global que se adapte com agilidade às inovações financeiras.

Para autores como Hyman Minsky, o primeiro passo para se evitar uma crise que exija medidas tão amplas e drásticas, é encará-la como um fenômeno natural do desenvolvimento de uma economia capitalista e, portanto, a elaboração das medidas regulatórias deveriam pressupor a ocorrência de altos níveis de incerteza. É nesse âmbito que ele elabora sua hipótese da Instabilidade Financeira para discutir os meandros de uma proposta regulatória que torne o sistema financeiro mais estável e igual. Apesar de ter sido elaborada na década de 60, ela nunca foi utilizada como base para a regulação do sistema financeiro mantendo-se a premissa de estabilidade endógena.

Essa hipótese sustenta que o capitalismo é endogenamente instável, ou seja, cria por si só os desequilíbrios devido ao excesso de otimismo dos agentes nos períodos de crescimento. Entretanto há choques exógenos que podem suavizar os períodos de crescimento e conseqüentemente as crises, sendo papel do Estado e das Instituições fornecer os estímulos corretos de modo a reduzir a instabilidade inerente ao sistema. Essa teoria tem maior respaldo histórico, quando se verifica que os países que sustentaram um ritmo de crescimento acentuado por um tempo prolongado, possuíam governos fortes e de grande participação na economia. Analogamente, verifica-se um crescimento mundial mais acentuado e mais estável enquanto havia uma maior regulação financeira (até 1973), como se verifica no gráfico 5.

Gráfico 5



Fonte: Banco Mundial (databank.worldbank.org)

A crise de 2007 mostrou que a regulação bancária não é suficiente para evitar novas crises financeiras. Na verdade ela tem mostrado que, se mantida nos moldes atuais, apenas incentiva a prática de operações menos transparentes e de risco muito mais elevado do que antes da regulação. Cabe destacar que o problema não é a regulação bancária em si, mas sua abrangência limitada e baixa capacidade adaptativa frente às reações dos agentes.

Segundo Persaud (2012), o motivo para a fraca regulação existente reside na falta de norteamento ideológico das primeiras regulações que ao invés de se preocuparem com a redução do risco sistêmico e do que o influenciava, se nortearam em buscar universalizar as boas práticas já aplicadas no mercado, e a partir disso buscaram fechar as portas que os banqueiros encontravam abertas.

Expandir a atual regulação pura e simplesmente só fará com que os riscos mudem de lugar. É preciso compreender o que gera risco sistêmico e como controlá-lo. Para isso é necessário a compreensão da origem dos lucros dos bancos e, portanto, o conhecimento de suas atividades off-shore e fora de balanço, para então analisar quais riscos os bancos estão correndo para obter determinado lucro. A regulação, ao invés de se preocupar com os riscos criados, preocupou-se apenas em verificar se as atividades estavam de acordo com as regras. Enquanto isso, os bancos não se preocupavam com o aumento de seus riscos, visto que devido ao efeito sistêmico da quebra de um banco, os custos sociais são muito

superiores aos custos privados, pois a quebra de um banco pode acarretar na quebra de vários outros, o que explica o socorro aos bancos durante a crise de 2007.

Para que uma nova crise como essa não ocorra é necessário que, dado um determinado nível de riscos, a regulação reduza ao mínimo a parcela sistêmica do risco. O governo deve interferir nos momentos de crise devido ao seu efeito multiplicador sobre a demanda efetiva e sobre o nível de confiança, o que reduz o risco sistêmico. Outra medida seria a contenção dos booms de crescimento, visto que as grandes crises sempre são precedidas por grandes booms, através de limites de alavancagem e de volume de empréstimos sobre o valor dos ativos.

Uma sugestão do autor supracitado seria obrigar os bancos a bancarem 10% dos prejuízos dos credores, além de depositar em um fundo de amortização, um prêmio de seguro para os 90% restantes. Isso faria com que os bancos mais abertos a riscos, sejam punidos com prêmios maiores, incentivando-os a reduzirem seus riscos. Portanto, a regulação deve buscar transferir os riscos para áreas onde eles podem ser mais facilmente absorvidos, e ao mesmo tempo, deve-se adotar políticas anticíclicas por parte dos reguladores (e não apenas pelo banco central), de modo a reduzir tanto os booms quanto as crises.

A estabilidade do sistema monetário-financeiro se faz necessária para a elevação do crescimento econômico e redução da amplitude dos ciclos. Um sistema financeiro desregulado apresenta crescimento acelerado, posteriormente excesso de liquidez, e por fim a desalavancagem dos agentes, evidenciada pela crise econômica.

A importância das instituições nesse processo fica evidente nas seguintes palavras de Hyman Minsk:

(...) o comportamento observado da economia não é o resultado do mecanismo de mercado isolado, mas é devido a uma combinação do comportamento do mercado e da capacidade das instituições, convenções e intervenções políticas em conter e dominar as reações econômicas endógenas que gerariam instabilidade se deixadas a si mesmas” (Ferri; Minsky, 1991, p. 4-5).

6. BIBLIOGRAFIA

CHICK, Victoria. *The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy*, in S.F. Frowen, ed., *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, London: Macmillan, 1993, pp.79-92.

CINTRA, Marcos A. M.; GOMES, Keiti da Rocha. *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional - volume 1*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada IPEA, ISBN 978-85-7811-148-9, Brasília, 2012

_____; _____. *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional - volume 2*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada IPEA, ISBN 978-85-7811-147-2, Brasília, 2012

EUROPEAN COMMISSION. *Green Paper on Shadow Banking*, Brussels, 19/03/2012.

FABBOZZI, F.J. *Handbook of Structured Financial Products*, Franck J. Fabozzi Associates Eds., New Hope, Pensilvannia, 1998.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos A. M. *A Crise financeira e Global Shadow Banking System*, Projeto FUNDAP, 2009.

_____; PRATES, Daniela. *The seventh stage of the evolution of the banking system*, Cambridge, 2011.

_____, *Crise financeira e reformas da supervisão e regulação* IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2011.

FERRI, P.; MINSKY, H. *Market processes and thwarting systems*. The Jerome Levy Economics Institute Working Papers, n. 64, 1991.

GREENBERGER, M. *Out of the Black Hole: Regulatory Reform of the Over-the-Counter Derivatives Market*. em R. Johnson e E. Payne, eds. *Make Markets Be Markets: Project on Global Finance, Step 1: Restoring the Integrity of the US Financial System*, 96–116. New York: Roosevelt Institute, 2010.

KAUFMAN, G.G. *Securities activities of commercial banks: recent changes in the economic and legal environments*. Journal of Financial Services Research, n. 1, p. 183-199, 1988

KEYNES, Jonh Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

McCULLEY, P. *The Paradox of deleveraging*, *Global Central Bank Focus*, Julho 2008. Disponível em: <http://media.pimco-globallobal.com>.

PERSAUD, Avinash. *Where have all the risks gone*, London: Gresham College, 2002. Disponível em – <http://www.gresham.ac.uk>.

PRINS. Nomi. *Supplement to It Takes a Pillage*, 2010
<http://nomiprins.squarespace.com/storage/bailouttallyoct2010.pdf>

REILLY, D. & MOLLENKAMP, C. *Conduits' in need of a fix*, The Wall Street Journal, 2007

SCHEIBER, N. *The Escape Artist: How Timothy Geithner Survived*. The New Republic, 10 de Fevereiro, 2011.

SCHUMPETER, Joseph A. *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle* Transaction Publishers. ISBN 0878556982, 1911.

.