1581
TEXTO PARA DISCUSSÃO

ipea

CRISE FINANCEIRA E REFORMAS DA SUPERVISÃO E REGULAÇÃO

Maryse Farhi

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

1581
TEXTO PARA DISCUSSÃO
Brasília, fevereiro de 2011

CRISE FINANCEIRA E REFORMAS DA SUPERVISÃO E REGULAÇÃO*

Maryse Farhi**

* Este texto foi elaborado com base nas informações disponíveis em fevereiro de 2010.

** Professora doutora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP) e pesquisadora do Centro de Estudo da Conjuntura (Cecon)/IE/UNICAMP.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Wellington Moreira Franco

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

URL: http://www.ipea.gov.br
Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

ISSN 1415-4765

JEL: G01, G28.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 A ARQUITETURA FINANCEIRA E A CRISE 9

3 A REFORMA DOS SISTEMAS DE SUPERVISÃO E REGULAÇÃO 23

REFERÊNCIAS 36

SINOPSE

O exame das grandes linhas da arquitetura financeira internacional que contribuíram para o aprofundamento da crise financeira permite delinear as necessárias reformas da supervisão e da regulação. Para serem eficientes, tais reformas teriam de ser de âmbito internacional e incluir as instituições financeiras bancárias e não bancárias, cuja interação nos mercados de balcão, por meio de instrumentos como os derivativos de crédito (*credit default swaps* – CDS) e as *securities* lastreadas em crédito, teve papel significativo no processo de acumulação de riscos.

A oposição dos Estados Unidos à criação de um órgão regulador supranacional levou a propostas para que essas reformas fossem discutidas nacionalmente ou no interior de blocos econômicos como a União Europeia (UE). Essas propostas são analisadas, tanto no que concerne a sua adequação ao objetivo de impedir a eclosão de novo episódio semelhante, quanto no que diz respeito aos pontos de convergência e divergência entre elas e ao estágio em que se encontram.

ABSTRACT[i]

The analysis of the main features of the international financial architecture that contributed to the deepening of the financial crisis allows to outline the necessary reforms in the supervision and regulation. To be effective, such reforms would have to be international in scope and include financial banking and non banking institutions a whose interaction in the over the counter markets, through instruments such as credit derivatives and asset backed securities had a significant role in the process of risk accumulation.

The opposition of the United States has led to proposals for such reforms being discussed nationally or within economic blocs like the European Union. These proposals are analyzed, both as regards their suitability for the purpose of preventing the emergence of new similar episode, as with regard to the points of convergence and divergence between them and the stage of the development of these discussions.

---

i. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*
As versões em língua inglesa das sinopses (abstracts) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional iniciada nos Estados Unidos, em meados de 2007, em decorrência da forte elevação da inadimplência e da desvalorização dos ativos associados com hipotecas de alto risco (*subprime*), passou a apresentar contornos sistêmicos após a falência do *Lehman Brothers*, em setembro de 2008. As intensas disfunções financeiras então evidenciadas tiveram profundo impacto nas economias do mundo todo. Essa crise foi descrita como a principal do século por suas características particulares: problemas financeiros severos irromperam ao mesmo tempo em países diferentes e seu impacto macroeconômico foi sentido em escala global, por causa da elevadíssima interconexão financeira (FSA, 2009).

Essa crise evidenciou diversos aspectos da arquitetura financeira internacional, até então envoltos em sombra e que tinham, em boa parte, resultado do afrouxamento dos controles prudenciais. Tais aspectos tiveram papel de destaque na imensa acumulação de riscos no sistema e em sua brutal transformação em prejuízos, que continuam, até o momento, incalculáveis.

A crise explicitou, igualmente, as enormes deficiências dos mecanismos de supervisão e regulação baseadas na convicção de que os mercados eram eficientes e a governança corporativa e a gestão e monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído ao ponto de serem considerados os mais apropriados e eficientes para evitar a ocorrência deste tipo de episódio. Tanto as regras dos acordos de Basileia como as de âmbito nacional estavam essencialmente focadas na higidez financeira das instituições bancárias tomadas uma a uma e nos mercados, buscando corrigir eventuais disfunções oriundas, segundo a teoria dominante, da assimetria de informações (BLANCHARD; DELL'ARICCIA; MAURO, 2010). Ignoravam, assim, a importância sistêmica da interação entre instituições bancárias e não bancárias.

Com o objetivo enunciado de promover a cooperação internacional para enfrentar a crise financeira e coordenar as políticas de combate à recessão, o Grupo dos 20 (G-20)[1] afirmou a existência de um consenso entre os países-membros sobre a urgente necessidade de reformar profundamente a supervisão e a regulação financeira, no intuito de prevenir a ocorrência de eventos semelhantes. Este tem sido o caminho histórico observado das reformas de supervisão e regulação financeira: seu desenvolvimento ocorre principalmente em resposta às variadas crises financeiras, e não como consequência lógica e direta da evolução da arquitetura financeira internacional e de suas práticas e seus instrumentos.

As discussões a respeito da regulamentação e supervisão das instituições e dos mercados financeiros fazem parte integrante de uma discussão muito ampla que se refere à busca da estabilidade financeira e à tentativa de redução, circunscrição ou controle dos riscos de reações em cadeia, a partir de fenômenos localizados, que poderiam contaminar o sistema financeiro internacional com graves repercussões para a economia como um todo (risco sistêmico). Duas correntes se opõem nesse debate, com posições, do ponto de vista conceitual, diametralmente opostas: a que privilegia o mercado e suas forças intrínsecas; e a que, desconfiando da dinâmica que ele pode encerrar, advoga a necessidade de um controle externo. A primeira sustenta que a autorregulação não apenas é suficiente para controlar os diferentes tipos de riscos que podem desembocar em risco sistêmico, como mais eficiente. A segunda considera imprescindível a adoção de regulamentações prudenciais em escala internacional.

O sistema financeiro que emergiu após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, caracterizado por um processo de incessantes inovações financeiras, aumento dos fluxos internacionais de capitais, elevada alavancagem, alta volatilidade das principais variáveis financeiras e dos preços dos ativos, resultou na intensificação dos processos de desregulamentação dos mercados financeiros e de liberalização das contas de capital dos balanços de pagamentos, notadamente a partir da Inglaterra e dos Estados Unidos.

1. Criado em 1999, esse grupo era formado pelos ministros de finanças e chefes dos bancos centrais das 19 maiores economias desenvolvidas e emergentes do mundo, mais a União Europeia (UE). Em novembro de 2008, formou-se um grupo de líderes dos governos, constituindo um fórum de cooperação e consulta sobre assuntos do sistema financeiro internacional e da gestão macroeconômica da crise. Seus membros representam perto de 90% do produto interno bruto (PIB) mundial, 80% do comércio internacional, – incluindo o comércio entre países da União Europeia – e dois terços da população do planeta.

Paradoxalmente, este sistema encontrou-se, em uma etapa posterior, na origem da adoção de novas regulamentações com o objetivo principal de impor limites de riscos e métodos de gestão dos riscos assumidos aos estabelecimentos financeiros, de forma relativamente harmoniosa nas principais praças financeiras para não interferir na competitividade entre elas. Essas novas regras, consubstanciadas nos Acordos de Basileia, foram sendo, aos poucos, adotadas em escala internacional, inclusive nas praças financeiras das "economias emergentes" que disputam os fluxos internacionais de capitais.

A crise se encarregou de mostrar que os mecanismos de mercado não são, por si só, suscetíveis de engendrar estabilidade. Ao contrário, severas disfunções contribuíram enormemente para a imensa acumulação de riscos que se tornou manifesta em seu decorrer. Um dos maiores defensores da autorregulação, o ex-presidente do Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan (2010), teve de fazer um *mea culpa* e declarar: "a supervisão e regulação podem promulgar regras preventivas que tornem o sistema financeiro mais resistente diante de choques imprevisíveis".

Esse artigo se propõe a examinar o estágio atual das propostas de reforma de supervisão e regulação financeira. A seção 2 apresenta as grandes linhas da arquitetura financeira internacional que contribuíram para o aprofundamento da crise, essencialmente na referida interação entre os bancos e outras instituições financeiras. As mudanças nos controles prudenciais serão mais eficientes se forem dirigidas aos pontos críticos que levaram à configuração da crise. Isto é, se corresponderem a um correto diagnóstico das questões a serem enfrentadas. Na seção 3, as propostas de reforma de supervisão e regulação do sistema financeiro internacional são examinadas, tanto no que concerne a sua adequação ao objetivo de impedir a eclosão de novo episódio semelhante, como no que diz respeito aos pontos de convergência e divergência entre elas e ao estágio em que se encontram.

2 A ARQUITETURA FINANCEIRA E A CRISE

Para tornar possível a avaliação dos projetos de reforma de supervisão e regulação financeira, é importante elucidar os aspectos da arquitetura financeira internacional responsáveis pela transformação de uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de imensas proporções que lhe conferiu um caráter sistêmico internacional. Como mostram Farhi e Cintra (2008), uma crise de crédito clássica, a somatória dos prejuízos potenciais – correspondente aos empréstimos concedidos com baixo nível de

garantias –, já seria conhecida. Na atual configuração dos sistemas financeiros, como será mostrado a seguir, os derivativos de crédito (*credit default swaps* – CDS) e os produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido e redistribuíram, globalmente, os riscos deles decorrentes para uma grande variedade de instituições financeiras. Passado mais de dois anos e meio da eclosão da crise, continua sendo impossível mensurar as perdas e determinar sua distribuição.[2]

É possível distinguir dois grandes temas nesses aspectos disfuncionais da arquitetura financeira internacional contemporânea. O primeiro trata dos agentes que se mostram relevantes na eclosão e na evolução da crise. O segundo está ligado aos instrumentos utilizados e aos mercados em que estes são negociados.

2.1 OS AGENTES DA CRISE

Nas últimas décadas, verificaram-se diversos movimentos simultâneos e complementares na interação entre os bancos universais e as demais instituições financeiras, bem como em seus modelos de negócios. Essa interação mostrou-se crucial no imenso acúmulo de riscos do sistema e foi revelada quando o desenrolar da crise eliminou certas instituições financeiras e pôs em questão a sobrevivência de diversas outras. Esses movimentos ocorreram essencialmente em função da busca dos bancos de escapar da regulação a que estavam sujeitos, em um ambiente de taxas de juros historicamente baixas.

2.1.1 Os bancos universais

Os bancos universais, submetidos à regulação prudencial e ao acirramento da concorrência, aumentaram extraordinariamente o volume de crédito concedido nas economias desenvolvidas e, em particular, nos Estados Unidos. Para fazê-lo, tiveram de retirar parte dos ativos – e, portanto, dos riscos – de seus balanços, uma vez que o capital próprio (reservas) era insuficiente para atender às exigências dos Acordos de

2. Por exemplo, Campbell (2010) relata que uma comissão do Congresso Americano (Congressional Oversight Panel for the Troubled Asset Relief Program) alertou, no dia 12 de fevereiro de 2010, que os bancos americanos podem sofrer prejuízos adicionais de US$ 300 bilhões em empréstimos hipotecários para imóveis comerciais.

Basileia. Dessa forma, romperam as relações diretas, anteriormente existentes, com os tomadores de crédito que costumavam ser monitoradas de perto, pois serviam de "indicador antecedente" de riscos de inadimplência e assumiram o papel crescente de intermediadores de recursos em troca de comissões. Essa mudança de modelo de negócios esteve diretamente ligada à busca de mais retornos que tiveram de ser obtidos de forma a contornar as restrições impostas por estes acordos.[3]

No primeiro momento, os bancos empacotaram os créditos concedidos, os submeteram às agências de classificação de riscos e lançaram títulos sobre eles, com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação das prestações dos créditos. Os títulos estruturados eram divididos em diversas *tranches* com riscos e retornos diferenciados. A porção mais arriscada entre elas (*equity*) (a que assumia os riscos de inadimplência iniciais e que recebeu o sugestivo nome de lixo tóxico – *toxic waste*) acabou muito frequentemente ficando entre os ativos dos veículos especiais de investimento dos próprios bancos.

Esses veículos (Special Investment Vehicles (SIVs) ou *conduits*)[4] adquiriam os títulos estruturados, com recursos provenientes da emissão de títulos de crédito de curto prazo (*asset-backed commercial paper*) e revendiam todos os que conseguiam colocar no mercado, mantendo o restante em suas carteiras. Eles não eram tecnicamente propriedades dos bancos, nem seus resultados figuravam nos balanços. Dessa forma, os bancos universais obtinham mais recursos, além de receitas – taxas, comissões etc. –,

3. A acentuada expansão da securitização de créditos permitiu que os bancos comerciais elevassem sua alavancagem, já que eles podiam descarregar em investidores os riscos de empréstimos registrados em seus balanços, liberando capital para mais empréstimos. Para um mesmo volume de capitais próprios, a concessão de crédito podia se expandir até o limite da demanda existente. Mas, mesmo com taxas de juros historicamente baixas, a demanda solvável mostrou que tinha limites. Em consequência, novo passo foi dado para maior alavancagem com um novo perfil de devedor, anteriormente considerado de baixa qualidade, sendo incorporado no modelo *originate to distribute*. Dessa forma, os bancos obtiveram novos recursos, que lhes permitiram conceder novos créditos, bem como receitas suplementares – taxas, comissões etc., em função da securitização dos créditos concedidos e da transferência de seus riscos. Em decorrência, o crescimento do crédito foi considerável. No segmento imobiliário americano, seu volume mais do que dobrou de 2000 a 2007, passando de US$ 4,8 trilhões para US$ 10,5 trilhões.

4. Essas entidades tendem a se diferenciar pelo tamanho e composição do ativo e do passivo. Em geral, os *conduits* tendem a ser mais e menos arriscados, enquanto os SIVs operam com alta alavancagem. Todos eles têm algum mecanismo de liquidez total ou parcial garantido pelas instituições patrocinadoras (FMI, 2008).

que lhes permitiram conceder novos créditos e elevar seus lucros, em um processo de crescente alavancagem. No segundo momento, passaram a adquirir proteção contra o risco de crédito no mercado de derivativos e a emitir versões "sintéticas" desses instrumentos com lastro em derivativos de crédito, e não em créditos concedidos.[5] Esses derivativos serão apresentados e discutidos a seguir.

Paralelamente, na década de 1990, os bancos universais passaram a administrar fundos de investimentos, oferecer serviços de gestão de ativos por meio de seus vários departamentos, fornecer seguros financeiros (*hedge*) como *dealers* no mercado de derivativos e ofertar linhas de crédito, seja nas emissões de *commercial paper*, seja em outros títulos de dívida no mercado de capitais (FARHI, 2002). Eles também passaram a patrocinar *hedge funds*, fornecendo crédito para suas operações, bem como copiando suas estratégias de negócios. Como afirma Blackburn (2008, p. 90): "os bancos de Wall Street não somente patrocinam *hedge funds*, mas cada vez mais passam a se parecer com eles à medida que usam sua posição de intermediários primários (*prime brokers*) para alavancar suas apostas e buscar arbitragens".[6]

Esse modelo de negócios foi implementado pelo segmento de banco de investimento no seio dos bancos universais. Foi dele que resultou parte de seus pesados prejuízos. Assim, por exemplo, os dados dos relatórios trimestrais do Office of the Comptroller of the Currency (OCC), organismo americano responsável da supervisão das posições dos bancos nos mercados de derivativos de balcão, mostram que, no último trimestre de 2007, os prejuízos dos bancos com derivativos de crédito atingiram US$ 11,78 bilhões e, no último trimestre de 2008, sua perda foi de US$ 8,96 bilhões nesses derivativos.[7]

5.. Os produtos sintéticos são herdeiros diretos dos derivativos financeiros. Eles representam a quintessência da capacidade dos derivativos de replicar riscos e retornos de ativos financeiros, sem que seja necessário imobilizar capital para adquiri-los. É importante distinguir duas modalidades de utilização da característica dos derivativos. A primeira a ser utilizada pelos agentes não é constituída por um instrumento específico, mas pelo uso direto de derivativos para obter a reprodução sintética de um ativo em suas operações. Ou seja, os agentes buscaram replicar em suas carteiras o desempenho econômico de um ativo sem, para isso, ter de adquiri-lo. A segunda só surgiu a partir de 2000, com a criação de produtos sintéticos que se valem dessa característica. Parte significativa desses produtos sintéticos é constituída por *securities* com lastro em crédito, cuja particularidade é que a carteira do emitente, em vez de dispor de ativos oriundos da concessão de crédito, é formada por posições em derivativos de crédito que reproduzem uma exposição ao risco e ao retorno do ativo subjacente.

6. Para mais discussões sobre a emulação das estratégias dos *hedge funds* pelos bancos universais, ver Cintra e Cagnin (2007).

7. Esses dados estão disponíveis em: <http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-72a.pdf>.

Tais prejuízos tiveram por origem a forte alta do valor do "seguro contra a inadimplência" que esses derivativos representavam, em razão da eclosão da crise e de seu aprofundamento. Da mesma forma que em um seguro clássico, quando aumenta o risco de sinistros, eleva-se o prêmio cobrado por ele. Mas bancos universais que quisessem cobrir os riscos de crédito de seus ativos teriam de ter assumido posição comprada nesses derivativos e obtido lucros com essa acentuada alta durante a crise. O fato de terem registrado esses elevados prejuízos[8] mostrou que, nesse período, eles estavam com posições líquidas (a soma das posições compradas e vendidas) vendidas. Isso significa que os bancos universais estavam adquirindo proteção contra os riscos de crédito presentes em seus balanços, para reduzir as reservas prudenciais de capital. Mas, paradoxalmente, ao mesmo tempo, forneciam volumes bem superiores de proteção contra o risco de crédito para terceiros. Esta posição pode claramente ser identificada como sendo uma especulativa, própria do modelo de negócios de *hedge funds*.

De forma geral, os bancos universais registraram prejuízos elevadíssimos.[9] As estimativas das perdas continuam incompletas e conflitantes.[10] Para o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2008), as perdas de hipotecas e ativos respaldados

8. Embora elevadas, essas perdas foram pouco significativas diante das que poderiam ter ocorrido, caso o Fed e o Tesouro americano não tivessem socorrido todos os agentes que tinham posições relevantes nos mercados de derivativos de crédito ou organizado sua aquisição por instituições mais sólidas. Esses resgates e auxílios se estenderam dos bancos de investimentos Bear Stearns e Merrill Lynch a seguradoras como a American International Group Inc. (AIG), além das agências quase públicas de empréstimos hipotecários Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac). Essas intervenções públicas foram sintomáticas do reconhecimento do papel crucial dos derivativos de crédito.

9. Uma das fontes de pressões por novos capitais foi a necessidade de recolocar nos balanços os ativos deslocados para os SIVs. Apenas para citar um exemplo, o Citigroup foi forçado a fechar sete destes veículos em dezembro de 2007, assumindo US$ 58 bilhões em dívidas; em 19 de novembro de 2008, adquiriu mais US$ 17,4 bilhões dos SIVs, deteriorando seu balanço.

10. Uma das dificuldades reside na própria forma de contabilizar as perdas. Para uns, os bancos estavam maquiando balanços, escondendo prejuízos atrás de fórmulas matemáticas de avaliação de ativos mais complexos e sem liquidez a preços de mercado. Para outros, não deveriam mesmo marcar a mercado todas as perdas, pois não teriam como absorvê-las com o capital disponível. Em 2 de abril de 2009, a Financial Accounting Standards Board (FASB) flexibilizou as normas de precificação de ativos e passivos a valores de mercado para as instituições financeiras (conhecidas como FASB 157). Pela contabilidade do "valor justo", as demonstrações financeiras deveriam ser efetuadas pelos preços de mercado, exceto se as instituições provassem que alguns mercados estavam inativos ou enfrentando vendas desordenadas. Com o aprofundamento da crise, as negociações com muitos títulos foram interrompidas ou realizadas com preços que não refletiam seus valores. A flexibilização permitiu que as instituições oferecessem avaliações para esses títulos por meio de modelos internos de precificação, desde que os montantes, os modelos e os parâmetros utilizados fossem explicitados nas notas explicativas dos balanços contábeis.

por estas poderiam atingir US$ 1,4 trilhão. O mesmo documento apontava que essas perdas seriam maiores ainda se as economias desenvolvidas continuassem se deteriorando, notadamente no que tange ao nível de emprego. Diante dos resultados negativos, os grandes bancos foram obrigados, repetidas vezes, a sair em busca de novos e cada vez mais custosos aportes de capitais, em particular de fundos soberanos, para reforçar seus balanços de forma a se readequar aos critérios de Basileia. Essa necessidade foi recorrente porque se manifestou a cada vez que os bancos foram levados a reconhecer novos prejuízos.

Todavia, a falência do Lehman Brothers dificultou a obtenção de novos capitais pelos bancos. Houve a necessidade de grandes volumes de injeções de capital público nessas instituições e garantias para emissões de novas dívidas. Na área euro, por exemplo, os recursos públicos disponibilizados para tentar restaurar a confiança do sistema financeiro somaram € 2 trilhões, o equivalente a 22,5% do PIB regional.[11] Os planos de resgate dos Estados Unidos – para enfrentar a crise de confiança em seu sistema financeiro – atingiram US$ 13,7 trilhões, incluindo o Troubled Asset Relief Program (US$ 700 bilhões, gerido pelo Tesouro, aprovado em outubro de 2008) e o Plano de Estabilização Financeira (Financial Stability Plan – TARP), divulgado em março de 2009, que previa avaliações cuidadosas (*stress test*) dos balanços patrimoniais dos bancos. As instituições que necessitassem de capital teriam acesso a um novo programa patrocinado pelo Tesouro (Financial Stability Trust). Além de reduzir a taxa de juros para próximo de zero, o Fed disponibilizou ainda US$ 1 trilhão para estimular a recuperação do crédito ao consumidor e US$ 50 bilhões em fundos federais destinados a abrandar a execução de hipotecas residenciais e amortecer o impacto da crise imobiliária. Ademais, o Fed adotou um amplo leque de medidas extraordinárias para prover liquidez ao sistema financeiro. Esses imensos planos públicos de socorro mostraram até que ponto os balanços dos bancos universais estavam fragilizados.

11. Outros países – tais como Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Noruega, Suécia, Reino Unido etc. – efetuaram programas estimados em € 898,2 bilhões.

2.1.2 *O global shadow banking system*

Como mostrado em Farhi e Cintra (2008), o conjunto de operações dos bancos universais destinadas a retirar os riscos de crédito de seus balanços, com o objetivo de ampliar suas transações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basileia só pôde ser realizado porque outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado. Esses agentes (uma grande variedade de instituições financeiras que evoluiu no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos comerciais sem estar incluída na estrutura regulatória existente e, portanto, sem dispor das requeridas reservas em capital) formaram o chamado *global shadow banking system* – "sistema bancário global na sombra" ou paralelo.

Além dos SIVs uma ampla variedade de instituições financeiras optou por participar do *global shadow banking system*. As principais foram os grandes bancos de investimentos (*brokers-dealers*), seguidos pelos *hedge funds* e outros investidores institucionais, sobretudo as seguradoras, os fundos de pensão e as Government Sponsored Enterprises (GSEs). Estes bancos multiplicaram os *hedge funds* sob sua administração, abrindo espaço em suas carteiras para produtos e ativos de maior risco, e montaram estruturas altamente alavancadas.

Em um contexto da taxas de juros historicamente baixas, os agentes do *global shadow banking system* buscaram elevar seus rendimentos ao replicar uma das maiores fontes de renda dos bancos comerciais, descasando prazos em ativos lastreados em crédito. Essas instituições adotaram um modelo de negócios que as aparentava aos bancos sem sê-los, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Mas, porque, diferentemente dos bancos, eram displicentemente reguladas e supervisionadas, não dispunham de reservas de capital nem de acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos bancos centrais. Dessa forma, eram altamente vulneráveis, seja a uma corrida dos investidores (saque dos recursos ou desconfiança dos aplicadores nos mercados de curto prazo), seja a desequilíbrios patrimoniais (desvalorização dos ativos em face dos passivos).

Não estando habilitados a obter recursos de depositantes, os SIVs e os outros intermediários financeiros foram buscá-los nos mercados de capitais, sobretudo emitindo títulos de curto prazo (*commercial papers*), comprados pelos fundos de

investimentos (*money market mutual funds*). Segundo o *Wall Street Journal*, estes veículos tinham emitido US$ 1,5 trilhão em *commercial papers,* até meados de 2007 (REILLY; MOLLENKAMP, 2007). Não podendo criar moeda ao conceder crédito diretamente, utilizaram os recursos de curto prazo para assumir a contraparte das operações dos bancos, tanto no mercado de derivativos, vendendo proteção contra riscos de crédito, como nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam. Tornaram-se, desse modo, participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo – hipotecas de 30 anos, por exemplo –, atuando como quase bancos (KREGEL, 2008; GUTTMANN; PLIHON, 2008; FREITAS; CINTRA, 2008).

A partir de junho de 2007, houve vários momentos mais agudos da crise, com repercussões acentuadas nos mercados interbancários globais.[12] Nesse período, as instituições financeiras não bancárias sofreram verdadeira "corrida bancária" contra o *global shadow banking system*, na expressão de McCulley (2007), ou de uma "corrida bancária contra não bancos", segundo Kedroski (2007). Em movimentos reveladores da importância que o *global shadow banking system* adquiriu, o Fed e o Tesouro americano tiveram de socorrer diversas dessas instituições (bancos de investimentos, GSEs e até seguradoras como a American International Group Inc.), seja por aporte de capital ou linhas de crédito, seja por permitir o acesso às operações de redesconto – com a aceitação de títulos lastreados em crédito hipotecário e outros –, seja ao dar garantias aos *money market mutual funds*.[13] O banco da Inglaterra também adotou medidas semelhantes por meio de operações de *swaps*.

Entretanto, essas medidas se revelaram insuficientes para conter o desmanche parcial do *global shadow banking system.* Nesse processo, as instituições, buscando sobreviver, venderam avidamente os ativos para os quais ainda existia mercado, provocando acentuada desvalorização

12. Para uma cronologia mais detalhada dos principais fatos relacionados com a crise, ver, entre outros, Borio (2008) e FUNDAP (2008).

13. Os *money market funds* enfrentaram saques estimados em US$ 173 bilhões em poucos dias. Inúmeros *hedge funds* fecharam. Estes últimos, as seguradoras e os fundos de pensão não tiveram acesso a essas operações.

de seus preços. Sem dispor de reservas de capital, com ativos cuja liquidez desapareceu desde a eclosão da crise, em junho de 2007 – fazendo que seu preço deixasse de ter cotação –, e confrontados com o expressivo encolhimento de sua fonte de *funding*, os grandes bancos de investimentos americanos simplesmente deixaram de existir. Em março de 2008, a falência do quinto maior banco de investimentos americano somente tinha sido evitada pela intervenção e pelas garantias de US$ 29 bilhões ofertadas pelo Fed para sua compra com grande desvalorização pelo JP Morgan/Chase (US$ 10 por ação, contra uma cotação de US$ 170, um ano antes). A recusa das autoridades monetárias americanas em impedir a falência do Lehman Brothers desencadeou a compra do Merrill Lynch pelo Bank of America e o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformar em *holding* financeiras (*financial holding companies*), sujeitas às normas de Basileia e à supervisão do Fed e com acesso às operações de redesconto das autoridades monetárias.[14]

As instituições especializadas em crédito hipotecário sofreram fortes abalos tanto nos Estados Unidos como na Europa – sobretudo no Reino Unido e na Espanha. A acentuada perda de confiança nas instituições com ativos lastreados em hipotecas atingiu igualmente as duas grandes agências quase públicas, criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário americano, a Fannie Mae e a Freddie Mac.[15] Essas companhias privadas, com ações negociadas em Bolsa de Valores, mas consideradas como "patrocinadas pelo governo" (GSEs), conseguiam se financiar a um custo bastante próximo ao do Tesouro americano (*T-bonds*) e, simultaneamente, operar de forma mais alavancada que outras instituições financeiras. Em 30 de julho de 2008, o Congresso americano autorizou o Tesouro a injetar US$ 100 bilhões em cada uma das instituições e permitiu o refinanciamento de até US$ 300 bilhões de empréstimos imobiliários, para manter os proprietários em suas casas, contendo as execuções de hipotecas (*foreclosures*) e a deflação nos preços dos imóveis.

14. O aumento da aversão ao risco e a imensa destruição de riqueza introduziram a possibilidade concreta de um colapso sistêmico na primeira quinzena de setembro de 2008.

15. Após a crise de 1982, o sistema de financiamento imobiliário americano tem sido ancorado por quatro instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança Savings and Loans (S&L): Federal Housing Administration (FHA), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Fannie Mae e o Freddie Mac. Todo o sistema foi construído por garantias públicas diretas ou indiretas. Para mais informações sobre o sistema financeiro imobiliário americano, ver Cagnin (2007).

Por fim, as seguradoras assumiram posições relevantes no *global shadow banking system*. Persaud (2002) chamava atenção para o fato de que os juros baixos faziam que as seguradoras não pudessem se contentar em investir suas reservas técnicas em ativos de baixo risco para atingir o *benchmark* necessário ao cumprimento de suas obrigações. Para obter o rendimento que precisavam, elas se moveram coletivamente para graus de riscos mais elevados. Esse deslocamento das aplicações das seguradoras intensificou-se muito no período de "euforia".

Com a crise, diversas seguradoras divulgaram enormes prejuízos financeiros, algumas de porte médio faliram. O caso mais espetacular foi o da maior seguradora do mundo, a AIG. Antes de ser socorrida pelo Fed, esta instituição tinha declarado US$ 321 bilhões em perdas e baixas contábeis. Em 16 de setembro de 2008, este banco central concedeu um empréstimo de US$ 85 bilhões à AIG, posteriormente elevado para US$ 180 bilhões. Segundo Morris (2008), a inédita ação resultou da imensa posição assumida pela seguradora como vendedora de proteção no mercado de derivativos de crédito, o que a transformava em uma das maiores contrapartes das operações dos bancos.

Enfim, foi da interação entre os bancos universais e o *global shadow banking system* que emergiu a arquitetura financeira internacional que se tornou o ponto central da crise sistêmica e levou aos maciços planos de resgate. Referindo-se aos Estados Unidos, o ex-secretário do Tesouro, Henry Paulson, afirmou que "a economia chegou 'muito perto' de um colapso que a jogaria na segunda Grande Depressão e o governo só tinha uma coisa a fazer: socorrer as firmas financeiras" (MCKEE; COOK, 2010). Esta mesma afirmação pode ser estendida às demais economias.[16]

2.2 MERCADOS E INSTRUMENTOS

A interação entre um sistema bancário regulado e um "paralelo" se desenvolveu ao longo das últimas décadas, tendo como pano de fundo as complexas relações que se estabeleceram entre eles nos opacos mercados de balcão. Estes passaram por uma imensa expansão que se deu em um contexto que foi outorgada ampla liberdade de

16. Outros países – tais como Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Noruega, Suécia, Reino Unido etc. – efetuaram programas estimados em € 898,2 bilhões.

ação aos agentes financeiros. As instituições de supervisão e a regulação pareciam convictas que os mecanismos de governança corporativa e os instrumentos de gestão e monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído a tal ponto que suas decisões poderiam ser consideradas as mais apropriadas e eficientes para se evitar a ocorrência de episódios que desembocariam em risco sistêmico. A ausência de normas e especificações era a característica comum aos diversos derivativos negociados nesse mercado.

Desde o fim da década de 1980, esses mercados de balcão foram amplamente utilizados para a negociação de ativos financeiros mais complexos e derivativos. Por meio destes últimos, as instituições financeiras tanto podiam buscar cobertura de seus riscos de câmbio, juros e preços de mercado de outros ativos quanto especular sobre a tendência desses preços ou efetuar operações de arbitragem. Enquanto se restringiam às negociações desses ativos, as relações entre o sistema bancário e as instituições integrantes do *global shadow banking system* resumiam-se aos créditos que o primeiro concedia ao segundo e ao fato que era frequente a realização de operações entre ambos.

Mas quando os mercados de balcão passaram a negociar derivativos de crédito e títulos oriundos da securitização dos créditos concedidos pelos bancos comerciais, combinados com algum tipo de derivativo, os balanços do sistema bancário e do *global shadow banking system* se interpenetraram de modo quase inextrincável.

Isso ocorreu em função de características próprias aos mercados de balcão e aos derivativos de crédito. Contrariamente ao que se verifica nos mercados organizados, não há, nestes, um organismo que promove a compensação das posições e garante a transferência dos ganhos e perdas. Nos mercados de balcão, essa inexistência coloca em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora (risco de contraparte). Este risco surge a cada vez que uma posição em derivativos apresenta lucro, à medida que este último equivale ao prejuízo da contraparte na operação. Por estar sujeito às oscilações dos preços nos mercados, seu montante potencial é incerto. Dessa forma, aumentam os riscos potenciais dos derivativos de balcão em relação aos negociados em mercados organizados.

O risco de contraparte pode assumir um caráter sistêmico em virtude de um efeito dominó ocasionado pela inadimplência de uma instituição financeira ativa em derivativos de balcão.[17] Com efeito, surgidas e desenvolvidas nos Estados Unidos, as operações destes derivativos estenderam-se por todo o globo. Em consequência, foi criada uma imensa rede internacional de compromissos cruzados, cuja extensão e formato eram extremamente opacos e que escapa a qualquer supervisão.[18]

Os derivativos de crédito podem ser definidos como compromisso para liquidação diferida entre o agente que quer contratar seguro, transferir ou gerir risco de crédito (o "comprador de proteção") e outro agente (o "vendedor de proteção") que aceita, em troca de um fluxo de renda, assumir o risco de ter de reembolsar um crédito afetado pelos "eventos" estipulados em contrato. Decorre dessa definição que o risco desses derivativos envolve o principal da operação, enquanto nos demais o risco está na margem (vender mais barato que comprou ou comprar mais caro que vendeu).

Ao negociarem derivativos de crédito entre si, os bancos e as instituições do *global shadow banking system* tornaram-se contrapartes uns dos outros em instrumentos cujo risco está no principal da operação, elevando fortemente o risco de contágio de seus balanços em caso de inadimplência. As instituições que tinham assumido posições vendidas nos derivativos de crédito amargaram altíssimos prejuízos por causa tanto da alta dos prêmios iniciada em 2007, mas que se acentuou a partir de setembro de 2008, como do fato que eventos de crédito[19] as obrigaram a assumir as perdas decorrentes dos riscos que tinham assumido por meio dos derivativos.

17. Além da sua atuação nas operações interbancárias de balcão, é importante notar que, embora sempre tentem intermediar a operação em sua totalidade ou em parte, as instituições financeiras acabam frequentemente assumindo a contraparte da posição de seus clientes não financeiros.

18. O relatório de uma comissão de inquérito parlamentar dos Estados Unidos realizado por meio do General Accounting Office (GAO) em 1994 constatou que, já em fins de 1992, apenas sete bancos americanos controlavam 90% dos mercados internos de derivativos financeiros de balcão e uma parte importante dessas operações em âmbito internacional.

19. Verificou-se que a definição desses eventos de crédito descritos nos contratos costumava ser muito ampla, incluindo, além de falência, rebaixamento da classificação de riscos (*ratings*) ou necessidades de recapitalização. Isto fez que a proteção conferida por CDS que tinham por ativo subjacente os títulos das GSEs, dos bancos hipotecários e da AIG, por exemplo, fosse exercida, obrigando os vendedores de proteção a cumprir o compromisso assumido de efetuar o pagamento das somas predeterminadas aos que tinham comprado esta.

Esses riscos oriundos dos créditos bancários às famílias e às empresas foram assumidos, sobretudo, pelas instituições financeiras não bancárias. Mas o fato deles terem sido transferidos não os anulou, eles permaneceram presentes no mesmo montante consolidado. Essa transferência de riscos significou apenas que eles deixaram de incidir no balanço da instituição que originou o crédito e passaram a ser de responsabilidade da outra que constituiu a contraparte da operação. Caso essa instituíção não pudesse honrar seus compromissos, os riscos voltariam para o balanço da original.

A opacidade dos mercados de balcão fez que não se soubesse se os riscos tinham sido diluídos entre um grande número de pequenos especuladores ou se passaram a estar concentrados em algumas carteiras. Quanto mais concentrados estivessem, maior seriam os riscos de uma falência que poderia ter repercussões sistêmicas. O socorro do Fed à AIG adveio do fato que essa seguradora detinha posições em derivativos de crédito, mediante as quais tinha vendido proteção em um valor estimado em US$ 2,7 trilhões (DENNIS, 2009).

No decorrer da crise, a frágil situação dos agentes do *global shadow banking system* levou a um forte aumento da percepção de riscos no mercado de derivativos de crédito, já que eles estavam vendidos em proteção contra o risco de crédito e arriscavam – em caso de evento de crédito – ter de pagar o valor segurado para sua contraparte. Essa percepção e os efeitos da crise resultaram em uma forte elevação do custo dessa proteção,[20] um círculo vicioso em que a alta dos preços tinha como consequência maior percepção de riscos.

A percepção de riscos foi ainda agravada pelos volumes extremamente elevados de contratos nesses derivativos de balcão. Não havendo uma câmara de compensação, qualquer liquidação antes do vencimento das operações era contada duas vezes (uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada) até o vencimento. Quanto maior o giro em determinado derivativo de balcão, maior é o dimensionamento desse mercado. Os dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS) sobre derivativos de balcão incluem essas múltiplas contagens.

20. No relatório do BIS, publicado em maio de 2009, o forte aumento nos prêmios dos derivativos de crédito em função da crise financeira apareceu claramente: de junho a dezembro de 2008, para uma redução de 27% no valor do principal contratado (valor nocional) dos CDS, verificou-se uma alta de 78,2% de seu custo (valor bruto de substituição a preços de mercado).

Em função disso, verificou-se uma rara convergência entre os reguladores e os representantes das instituições financeiras para a criação de uma câmara de compensação dos derivativos de crédito, exigindo margens de garantia dos participantes, para minimizar os riscos de contraparte e introduzir alguma transparência às posições em aberto e à distribuição de riscos. Algumas empresas privadas estão se "candidatando" para assumir esta função de câmara de compensação. Uma delas, a Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), começou a divulgar, em novembro de 2008, dados dos valores nocionais líquidos – após a compensação das operações e a liquidação de posições já cobertas por uma operação de sinal contrário, mas que continuavam sendo contadas até o vencimento – trazendo alguma luz aos opacos mercados de balcão. Embora parciais, esses dados apontavam que, após essa compensação das posições, os compromissos líquidos assumidos eram equivalentes a 9% do valor bruto, no fim de dezembro de 2009.

Por conseguinte, os volumes de riscos presentes no sistema em função dos derivativos de crédito são bastante inferiores aos estimados pelos participantes sdos mercados em virtude dos dados brutos. Embora sejam ainda muito recentes, é bastante provável que os dados líquidos resultantes da compensação das posições de derivativos de crédito tenham contribuído para uma forte redução da percepção de riscos dos agentes que estavam contaminadas pela imensidão dos valores brutos divulgados tanto por organismos internacionais como por entidades privadas. O risco decorrente de um valor nocional bruto de US$ 28 trilhões parece estar fora do alcance de um socorro ou uma intervenção das autoridades monetárias, o que não seria o caso de um valor nocional líquido de US$ 2,5 trilhões em derivativos de crédito. Por esta razão, as diversas propostas de reformas de supervisão e regulação insistem, como sugerido a seguir, na necessidade de se implementar mecanismos de compensação para o conjunto dos derivativos de balcão.

Outro aspecto a ser apontado na evolução dos mercados foi uma inédita proibição feita pela agência americana – Securities and Exchange Commission (SEC) – encarregada das normas prudenciais nos mercados de capitais – no dia seguinte à falência do Lehman Brothers, das vendas a descoberto de ações de instituições financeiras. Essa proibição se aplicava apenas às vendas "secas" (*naked short*), realizadas sem o lastro de ações alugadas, enquanto continuavam permitidas as vendas (*covered short*) de ações alugadas. O objetivo da medida era evitar fortes volumes de vendas especulativas que podiam ultrapassar o das ações emitidas em circulação no mercado e

a derrocada dos preços, vista como sinal de má situação da instituição que dificultaria toda e qualquer captação e fomentaria fuga de depósitos.

Essa medida da SEC foi rapidamente copiada pelos seus pares em diversos países. Alguns proibiram os dois tipos de vendas, outros se limitaram a copiar o organismo americano. Após a crise ter amainado, a proibição das *covered short* praticamente desapareceu, mas a das *naked short* ainda permaneceu e pode ser sacramentada na reforma dos sistemas de supervisão e regulação. Nos Estados Unidos, a SEC estuda impor duas novas limitações (REUTERS, 2010).[21] A primeira interromperia as vendas a descoberto se o preço de um ativo caísse mais do que 10% em um dia. A segunda reavivaria uma norma existente até 2007 que só autorizava vendas a descoberto em um preço superior ao do último negócio (*uptick rule*).

3 A REFORMA DOS SISTEMAS DE SUPERVISÃO E REGULAÇÃO

No desenrolar da crise, o G-20 passou a ser o agente proeminente na coordenação internacional das respostas à crise, em substituição ao Grupo dos 7 (G-7), que reúne as principais economias desenvolvidas. Com o objetivo enunciado de promover a cooperação internacional para enfrentar a crise financeira e coordenar as políticas de combate à recessão, o G-20 afirmou a existência de um consenso entre os países-membros sobre a urgente necessidade de reformar profundamente a supervisão e a regulação financeira, no intuito de prevenir a ocorrência de eventos semelhantes.

Mas esse consenso resultou de uma árdua negociação entre, de um lado, a União Europeia e as diversas economias emergentes e, de outro, os Estados Unidos. A proposta das primeiras era a criação de um órgão regulador supranacional.[22] Apesar da frontal oposição dos Estados Unidos, os norte-americanos acabaram concordando em

21. Disponível em: <http://www.hedgeworld.com/news/read_newsletter_aa.cgi?section=legl&story=legl2474.html>.

22. Pouco antes do início da terceira reunião do G-20, realizada em setembro de 2009, o presidente da Comissão Europeia (CE), José Manuel Barroso, afirmava em um comunicado que a implementação de um sistema europeu de supervisão e regulação "deve também inspirar um sistema global e nós defenderemos isto em Pittsburg". Disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en)>.

reforçar seus sistemas regulatórios, além de aprofundar a cooperação internacional na matéria, por meio da modificação dos Acordos de Basileia. Esses acordos são destinados a promover a harmonização internacional das regras de supervisão e regulação bancária. Eles têm por objetivo garantir que os bancos assegurem capital suficiente para enfrentar crises econômicas. Mas as regras criadas por eles mostram-se muito frágeis e suscetíveis de serem contornadas, sobretudo porque baseadas na premissa da eficiência dos mercados e da gestão de riscos dos bancos.[23]

Assim, em conformidade com o formato anterior, as propostas mais abrangentes de reforma de supervisão e regulação permaneceram circunscritas ao âmbito nacional, enquanto as questões da harmonização internacional dessas novas regras foram confiadas pelo G-20 ao Financial Stability Board (FSB),[24] que substituiu o Financial Stability Forum (FSF). Mas é forçoso constatar que, embora não faltem propostas e que outras surjam, até o momento nenhuma reforma foi efetivamente implementada. Nessas circunstâncias, não é de estranhar que a reunião do G-20, realizada em maio de 2010, teve por meta acelerar a adoção das reformas e sua coordenação entre os países para evitar que medidas, possivelmente díspares ou até contraditórias, sejam tomadas unilateralmente com o risco de fomentar a arbitragem entre regulações distintas. Mas os parcos avanços nas reformas nacionais, comentados a seguir, impediram que esse objetivo fosse atingido.

A magnitude das perdas, os recursos públicos envolvidos na tentativa de se restabelecer a confiança e o impacto da crise financeira na economia global tornaram evidente a fragilidade do sistema financeiro desregulamentado, liberalizado e supervisionado de forma displicente, que fomentou a expansão do *global shadow banking system*. O parcial desmanche desse gigantesco "sistema financeiro paralelo" promoveu certo enxugamento das instituições que dele participam, além de tornar forçoso um processo de desalavancagem que foi mais acentuado nos períodos de deflação de ativos.

23. Para uma discussão sobre a arbitragem regulatória que levou os bancos a utilizarem de forma crescente instrumentos destinados a retirar riscos de seus balanços de forma a reduzir os requerimentos de capital, ver Cintra e Prates (2008).

24. O FSB reúne todos os países do G-20, a Espanha e outros integrantes do FSF e conta com um mandato ampliado em relação a seu predecessor, e com a participação dos países em desenvolvimento.

Enfim, o risco sistêmico de um desmoronamento do sistema financeiro como um todo levou a declarações públicas, tanto no G-20 como em outras instâncias, sobre a existência de um forte consenso sobre a necessidade de reformas na supervisão e na regulação destinadas a evitar sua repetição. Estas são imperativas para evitar que uma crise em um segmento do sistema se propague para o sistema financeiro em geral. Por exemplo, a crise no segmento das instituições de poupança, que atuavam no mercado de crédito imobiliário, em 1980, foi profunda, mas não contagiou o resto do sistema. A novidade na crise atual é uma crise das finanças desregulamentadas, ou seja, um mundo "livre", de crescente globalização das relações financeiras entre países e de complacência com vários instrumentos financeiros sofisticados. Somente isto explica porque uma crise em um segmento do setor imobiliário norte-americano (*subprime*) acaba resultando em uma internacional, com contornos sistêmicos.

Mas, por variadas razões, a tarefa de implementar essas reformas se anuncia hercúlea. Em primeiro lugar, para serem eficazes, estas deveriam abandonar um dos princípios básicos tanto das normas prudenciais nacionais como dos acordos internacionais de supervisão e regulação: a governança corporativa e a gestão de riscos pelos bancos evoluíram a tal ponto que se pode considerar que suas decisões são as mais eficientes para evitar a ocorrência de episódios que podem desembocar em risco sistêmico. A crise revelou o quanto esse princípio estava equivocado.

Em segundo lugar, pela vastidão e pela diversidade dos aspectos a serem abordados após várias décadas de desregulamentação financeira. Essa dimensão foi sinalizada por Bernanke (2008b), no seminário do Fed em Jackson Hole. Para o presidente do banco central americano, os reguladores geralmente se "focalizam nas condições financeiras de instituições isoladas", enquanto seria necessário analisar suas interconexões e considerar "potenciais riscos sistêmicos e pontos de fragilidade". Assim, dada a interpenetração de ativos e passivos dos bancos e das instituições do *global shadow banking system*, os reguladores teriam de realizar a unificação dos organismos encarregados da implementação e da execução das novas regras, de forma a aplicá-las para todas as instituições financeiras e ser capaz de avaliar o conjunto dos riscos presentes no sistema. Ademais, deveriam instituir normas de funcionamento para os mercados de balcão, pouco habituados a cumprir qualquer tipo de regulamentação.

Em terceiro lugar, a crise mostrou que a interpenetração de balanços se estende por meio das fronteiras. O ideal seria que estas normas fossem adotadas internacionalmente e que houvesse um organismo de supervisão e regulação. Mas esse ideal se confronta

com fortíssima resistência dos governos, em particular o dos Estados Unidos.[25] As propostas de reformas tendem a ser assim nacionais. Contudo, devido à sua diversidade, é necessário que elas sejam ao menos coerentes entre si; para que, posteriormente, seja possível buscar harmonizá-las internacionalmente.

Last, but not least, destaca-se o fato que o apregoado consenso não implicou, até recentemente, que essas reformas tenham sido consideradas como prioritárias. Decerto, várias propostas foram apresentadas tanto nos Estados Unidos quanto na União Europeia. Mas a falta de urgência política em sua aprovação fez que continuem vagarosamente seu caminho nos meandros legislativos.

Essa demora pode ter complicado a aprovação das reformas necessárias. Em março de 2009, quando os preços dos ativos internacionais estavam em seus mais baixos níveis desde a eclosão da crise, Buitter alertava que era

> (...) necessário apressar uma nova e abrangente regulação do setor financeiro (...) porque esta é uma rara janela de oportunidade. A razão disso está em que o setor financeiro privado (...) não tem condições nem de combater essa reforma nem de realizar o maciço esforço de *lobby*, usual em tempos de *boom* financeiro, para vetar medidas radicais (BUITTER, 2009).

Desde então, a recuperação dos preços dos ativos, a partir do segundo trimestre de 2009 e dos lucros da maior parte das instituições financeiras, fomentou a percepção dos participantes dos mercados financeiros do retorno ao *business as usual*. Esse movimento aumentou o poder de barganha dos que se opõem às reformas, além de ter estimulado nova rodada de alavancagem das instituições; desta vez, valendo-se dos baratíssimos fundos públicos aportados, de uma forma ou de outra, pelos bancos centrais ou pelos Tesouros nacionais, para prover liquidez ao sistema. Dessa forma, poder ser somente uma questão de tempo para que o retorno às práticas financeiras anteriores volte a provocar o imenso acúmulo de riscos que deram origem a crise de 2007-2009.

25. Quem sabe seja em função dessa dificuldade, e do fato que qualquer tentativa de ultrapassá-la será bem mais demorada, que os banqueiros presentes no Fórum Econômico Mundial de Davos, em janeiro de 2010, tenham insistido na necessidade de uma reforma prudencial internacional.

3.1 PARCOS AVANÇOS

Nesse período, os diversos governos deram ênfase a duas questões no que tange às reformas prudenciais: os paraísos fiscais e as remunerações e os bônus dos dirigentes dos conglomerados bancários. A primeira já vinha sendo, sobretudo, levantada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e perseguida com mais afinco pela União Europeia, na luta contra a evasão fiscal por meio dos assim chamados "paraísos fiscais". Na reunião de abril de 2009, o G-20 deu seu aval à empreitada. O compromisso foi reafirmado na reunião de novembro de 2009. O grupo deu origem à constituição, no âmbito da OCDE, de uma "lista negra" de países considerados lenientes com a fraude fiscal e/ou cujas leis de segredo bancário favoreciam esta prática. Foram implementadas sanções contra estes e as empresas que neles operavam. Diversos países – considerados "paraísos fiscais" – concordaram em comunicar as contas bancárias de indivíduos designados por seus países de origem para serem excluídos dessa lista. Entre eles, encontravam-se Suíça, Liechtenstein, Ilhas Cayman e Cingapura (GURRIA, 2009).

A discussão continua. Quase um ano após concordarem em ajudar outros países a encontrarem sonegadores fiscais com contas em seus bancos, os ministros de finanças da União Europeia e outros países europeus reuniram-se, no dia 14 de fevereiro de 2010, a portas fechadas para discutir o segredo bancário. O encontro foi promovido pelo primeiro-ministro de Liechtenstein, país que já foi paraíso fiscal e que agora busca transparência, e pelo ministro de finanças da Alemanha, que está pronto a pagar por dados de clientes de bancos suíços para capturar criminosos fiscais (JUCCA, 2010).

Também recomendada pelo G-20, a segunda questão se refere à regulamentação e à imposição de limites aos bônus e às remunerações dos executivos do sistema financeiro; em particular, os pagos por instituições que receberam auxílio público no auge da crise. Trata-se tanto de buscar reduzir os montantes pagos[26] como a parcela em

26. Durante os cinco primeiros meses de 2009, cinco dos maiores bancos americanos que receberam ajuda federal (Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, JP Morgan/Chase e Morgan Stanley) reservaram um total de US$ 90 bilhões para pagamentos de salários, benefícios e bônus. Em vários deles, os bônus representavam mais da metade desse total (STORY; DASH, 2010).

dinheiro, substituindo-a por ações que só poderiam ser vendidas após certo tempo. A lógica dessa tentativa é evitar que essas compensações incentivem investimentos com alto grau de risco, como os que levaram o sistema financeiro global à beira do colapso, e vinculá-las a um desempenho de mais longo prazo.

É provável que a pressão sobre os bônus dos executivos tenha tido papel significativo na decisão dos bancos americanos de devolver o dinheiro público aportado por meio do TARP no auge da crise, de forma a retomar graus de liberdade sobre o assunto. Também, parece inegável o importante peso que teve o repúdio popular aos bônus das instituições financeiras, apontadas como responsáveis pela recessão mundial desencadeada pela crise, que foram considerados excessivos.

Mas, em que pesem as pressões políticas e as da opinião pública, nenhuma norma sobre as remunerações emergiu. Renunciando a limitar os bônus, a Grã-Bretanha instituiu um imposto excepcional de 50% sobre os bônus relativos 2009 e a França indicou que seguirá o mesmo caminho. Nos Estados Unidos, os principais executivos de 28 dos maiores bancos foram convocados a reuniões com os supervisores do Fed, em outubro de 2009, para discutir novas regras de remunerações. Esses encontros não produziram os resultados esperados pelas autoridades, mas cedendo ao repúdio popular, os altos executivos dos principais bancos limitaram o montante de seus bônus, com a maior parcela em ações.[27]Assim mesmo, a soma total de bônus pagos em 2009 alcançou US$ 20,3 bilhões, superiores aos US$ 17,4 bilhões pagos em 2008 (BOWLEY, 2010). Pelo mesmo motivo, na Inglaterra, foi anunciado em fevereiro de 2010 que o executivo-chefe do Royal Bank of Scotland (RBS), bem como o do Lloyds Bank –, bancos socorridos pelo Tesouro britânico que se tornou acionista majoritário – renunciou aos bônus relativos em 2009.[28]

27. Dash (2010) aponta que a lista das maiores remunerações no setor financeiro costumava representar o "Quem é quem?" em Wall Street. Mas, na referente em 2009, lê-se mais como a pergunta "quem é este"? Com efeito, os executivos financeiros mais bem pagos nos Estados Unidos estão longe de Wall Street e trabalham em companhias menos conhecidas. Assim, encontra-se na primeira posição John G. Stumpf, do Wells Fargo, banco sediado em São Francisco. Ele recebeu US$18,7 milhões, o dobro do que ganhou Lloyd C. Blankfein, do Goldman Sachs.

28. Apesar disso, o RBS destinou 27% de seu rendimento total ao pagamento de bônus a seus funcionários e o Barclays, 38% (WERDIGIER, 2010).

Até o momento, esses são os parcos resultados da necessária reforma prudencial. Certamente, não têm faltado propostas detalhadas para esta reforma. Elas se encontram em diferentes estágios dos tramites legislativos. Aliás, novas propostas continuam surgindo, como a chamada "regra *Volcker*", anunciada pelo presidente Barack Obama em janeiro de 2010, o que têm levantado dúvidas sobre o andamento das anteriores. Embora as propostas de reforma tenham surgido em diversas partes do globo, este estudo limita-se a discutir as apresentadas nos Estados Unidos e na União Europeia, além das que estão em discussão no FSB.

3.2 PROPOSTAS EM EXAME, CONVERGÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS

Nos Estados Unidos, ainda na gestão do então presidente Bush, uma proposta de reforma de supervisão e regulação foi encaminhada ao Congresso, no fim de março de 2008, pelo Tesouro americano. Um dos pilares dessa proposta de reorganização da estrutura regulatória do sistema financeiro dos Estados Unidos consistia na consolidação de suas diversas agências reguladoras. Ademais, nessa proposta, o Fed teria poderes ampliados, passando a supervisionar, além das *holding* financeiras, os bancos de investimento, as seguradoras e os fundos de investimento – inclusive *hedge funds*. Essa proposta reconhecia que a crise tinha revelado a obsolescência das estruturas de supervisão descentralizadas, dado o grau de imbricação entre as diversas instituições financeiras (bancos, fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento) e mercados (de crédito, capitais e derivativos).

Já em março de 2009, logo após a posse do presidente Barack Obama, nova proposta mais abrangente e rigorosa foi encaminhada pelo secretário do Tesouro, Timothy Geithner. Pelas medidas anunciadas, todas as instituições financeiras consideradas "críticas" (as que podem colocar o sistema financeiro em risco) estariam sujeitas a forte regulação, que incluía a constituição de reservas de capital sistêmico (estimado pela contribuição de cada instituição para o risco sistêmico) e de capital anticíclico (acumulação de reservas defensivas nos períodos de bonança, que seriam utilizadas em épocas desfavoráveis). A supervisão dessas instituições era atribuída ao Fed.

Os mercados financeiros estariam igualmente sujeitos a uma estrita regulação. Os ativos securitizados deveriam cumprir novas exigências em termo de transparência, sendo que os emissores seriam obrigados a carregar uma parte dos mais arriscados. Por sua vez, as agências de classificação de riscos também estariam submetidas a controles externos mais rígidos. Os mercados de balcão deveriam ter câmaras de liquidação e compensação e se buscaria maior padronização dos instrumentos, de forma a poder negociá-los nos mercados organizados.

O ponto que mais tem desencadeado controvérsia na proposta Geithner refere-se à criação de uma agência independente que regularia produtos financeiros como cartões de crédito e hipotecas e protegeria os consumidores contra os abusos revelados pela crise, em particular no segmento de hipotecas de alto risco. Tanto os grandes bancos – e seu poderoso *lobby* – como a bancada republicana no Congresso têm sido frontalmente contrários à criação dessa agência (VEKSHIN, 2010).

Em dezembro de 2009, a proposta Geithner foi aprovada com alterações na Câmara dos Representantes, "numa demonstração do sentimento anti-Wall Street" (PALLETTA; SIDEL, 2009). Entre os principais pontos aprovados nesta Câmara encontram-se: o estabelecimento de um processo para desmantelar grandes instituições em dificuldades financeiras; a criação de um conselho para identificar bancos considerados grandes demais para quebrar e a formação da agência de proteção aos consumidores. Também contempla, pela primeira vez, a regulamentação do mercado de derivativos de balcão, após a lei denominada Commodity Futures Modernization Act, de 2000, isentá-los de regulação. A aprovação dessa proposta de regulamentação tem se revelado árdua no Senado, sobretudo após os democratas terem passado a ser minoria com a eleição de um republicano para a cadeira do falecido senador Edward Kennedy em Massachussets, em janeiro de 2010.

A discussão no Senado americano tem se organizado em torno de uma proposta do senador democrata Christopher Dodd. Apresentada em novembro de 2009, essa proposta de 1.136 páginas (LABATTON, 2009) é extremamente detalhada. Por isso mesmo, pouco se sabe de concreto da evolução do debate no Senado, dominado pelo enfrentamento político entre democratas e republicanos. Mas uma reportagem publicada em 17 de janeiro de 2010 no *The New York Times* (CHAN, 2010a) anunciou que estava havendo convergência entre os dois partidos para a aprovação de um conselho de reguladores encarregado de identificar e monitorar os elementos que poderiam representar um risco sistêmico. Esse seria um conselho presidido pelo Tesouro americano e que contaria com a participação do Fed na vice-presidência, ao contrário do previsto na proposta Geithner, que atribuía essa responsabilidade ao Banco Central Zâmbia. Em um pronunciamento no Comitê de Bancos do Senado, em 25 de fevereiro de 2010, o presidente do Fed, Ben Bernanke, advertiu que seria "um erro colossal (...) retirar o poder de supervisão e regulação da única instituição que tem o fôlego e os conhecimentos necessários para isso" (CHAN, 2010b). A simples possibilidade desse acordo é significativa da tendência dos representantes eleitos no sentido de retirar poderes da autoridade monetária, considerada por muitos como responsável de vários "deslizes" tanto na falta de supervisão e regulação que levou ao imenso acúmulo de riscos no sistema quanto no período da crise (MORGENSON, 2009).

Quase todos os pontos das propostas de reforma desagradam aos bancos. Assim, as regras para os mercados de derivativos de balcão são apontadas como privando os bancos de lucros porque "derivativos são absolutamente centrais para a identidade de *Wall Street* no século XXI. Ninguém quer que a regulação os afete" (KATZ; SCHMIDT, 2010). Os bancos voltam agora suas esperanças e seu poder de *lobby* para o Senado.

Entretanto, em janeiro de 2010, duas novas propostas do governo americano deram motivos suplementares para as preocupações dos bancos e de seus investidores. A primeira foi anunciada no dia 14 desse mês pelo presidente Barack Obama. Ela consiste na cobrança aos grandes bancos de um imposto excepcional de um montante estimado em, no mínimo, US$ 90 bilhões,[29] a serem pagos em dez anos. O valor arrecadado seria destinado a reembolsar parcialmente os custos dos diversos auxílios públicos ao setor no auge da crise. Segundo as estimativas de Dean Baker, economista e codiretor do Center for Economic & Policy Research de Washington, os lucros anuais dos bancos estariam próximos a US$ 90 bilhões, bem como os bônus que pagam a seus executivos. Em outras palavras, o imposto proposto representa algo como 5% do montante agregado de lucros e bônus dos grandes bancos (FARRELL, 2010).

No dia 20 de janeiro de 2010, pouco após a derrota eleitoral de Massachussets, o presidente Barack Obama anunciava publicamente uma segunda proposta, batizada de Volcker Rule (Regra Volcker). Nela, consta a proibição das operações por conta própria dos grandes bancos universais (*proprietary trade*), para impedi-los de realizar investimentos especulativos que não beneficiem seus clientes, além de buscar restringir a possibilidade, amplamente utilizada a partir de 2009, de que eles usem o dinheiro barato provido pelo emprestador de última instância para esse tipo de operações.

A "regra de Volcker" desagradou ainda mais aos bancos.[30] Muitos viram nessa proposta uma tentativa de ressuscitar o Glass-Steagall Act, vigente de 1933 a 1999, que estabelecia a separação entre, de um lado, bancos comerciais e, de outro, bancos de investimentos e *hedge funds*. Outros apontaram que ela levaria à redução da liquidez nos mercados e, sobretudo, que as operações de tesouraria dos grandes bancos seriam substituídas por uma

29. Algumas estimativas se aproximam de US$ 120 bilhões. Ver, por exemplo, Calmes (2010).

30. Não faltaram acusações de populismo eleitoral em relação a essa proposta, feita logo após a derrota eleitoral dos democratas que lhes custou maioria no Senado americano.

maior atividade dos *hedge funds* e outras instituições financeiras não bancárias, tornando-os maiores e sistemicamente mais importantes. O debate prosseguiu, mesmo porque esta proposta ainda não tinha sido detalhada e não se sabia se seria agregada à que está em discussão no Senado americano ou se seria apresentada de forma independente.

Essa polêmica se somou aos demais desacordos entre democratas e republicanos no Senado americano, levando a uma ruptura pública das negociações entre os partidos, no início de fevereiro de 2010. Após algumas semanas, essas negociações foram retomadas, embora persistam os pontos de desacordo, com o propósito declarado de aprovar um texto, o que foi realizado no início de junho de 2010. Mas este deverá ainda ser compatibilizado com o votado na Câmara dos Representantes, antes de ser enviado à sanção presidencial.[31]

Já na União Europeia, as propostas de reforma apresentam claras diferenças tanto nas medidas sugeridas como na ênfase dada a cada uma delas. Em diversos pontos, parecem até, em boa parte, antagônicas às que tramitam nos Estados Unidos. Essa possibilidade é perturbadora porque contém em si a possibilidade de arbitragem regulatória, com instituições deixando um país para se estabelecer em outro para fugir a uma regulamentação muito restritiva. Os esforços de harmonização das regras prudenciais são ditados não somente pela necessidade de adotar normas internacionais aptas a controlar riscos que atravessam fronteiras em complexa teia de relações entre instituições e praças financeiras, mas também pela tentativa de cada nação de preservar a competitividade internacional de suas instituições e seus mercados.[32]

Entretanto, as duas últimas medidas anunciadas pela administração americana parecem ter aberto a via para certa conciliação dos pontos de vista, pelo menos em alguns dos aspectos mais importantes. Desde 2009, a União Europeia e a Inglaterra indicaram estar tentando criar um sistema bancário mais competitivo, com participantes menores, de forma a eliminar as instituições *too big to fail*. Esse direcionamento levou

31. [Em 25 de junho de 2010, o Congresso americano fechou um acordo para aprovar a reforma do sistema financeiro. Grande parte dessas medidas foi aprovada. (N. do Ed.)].

32. Na atual situação, há limites para esse tipo de arbitragem. Os usuários de serviços financeiros tendem a evitar instituições ou mercados em países dotados de regulamentação e supervisão demasiadamente frouxa ou sistemas legais incompletos. Por esta razão, as mais diversas instituições financeiras não transferiram o principal de suas atividades para paraísos fiscais como as Ilhas Cayman, mas escolheram permanecer nos Estados Unidos, no Japão ou na Europa.

ao desmembramento do Internationale Nederlander Group (ING) Bank na Holanda e dos três maiores bancos ingleses (Royal Bank of Scotland, Barclays e Lloyds) "nacionalizados" na crise.[33] A administração de Barack Obama parecia pouco inclinada a isso, sobretudo após as grandes aquisições e o salvamento verificados durante a crise.

Mas a *Volcker Rule* ou alguma variante dela, caso venha a ser aplicada, revela o mesmo tipo de preocupação com o tamanho dos bancos e o volume de riscos que eles podem acumular em seus balanços. Isto não significa afirmar que os europeus estão inclinados a adotar esta regra. Pelo contrário, os ministros das finanças da União Europeia têm reafirmado seu apoio ao modelo de banco universal (LOUIS; VAN DE POL, 2010). Comentários do primeiro ministro inglês, Gordon Brown, ilustram as diferenças: "Nas circunstâncias americanas, pode ser necessário que as operações de *private equity* e de *hedge fund* sejam separadas dos bancos, não temos esse problema aqui" (HUTTON; DONALDSON, 2010).

Outro ponto que se encaminha para uma convergência entre a Europa e os Estados Unidos se refere à taxação dos bancos. O presidente do organismo inglês de supervisão e regulação (Financial Services Authority – FSA), Adair Turner, vinha propondo, desde agosto de 2009, um imposto, a ser cobrado, sobre todas as transações financeiras realizadas em âmbito nacional e na transfronteira. Este foi comparado pela imprensa especializada à taxação preconizada por James Tobin[34] para ser aplicada às operações de câmbio de forma a reduzir os fluxos especulativos de capital. Mas, na verdade, tal como proposta, seria mais ampla, já que se aplicaria ao conjunto das operações financeiras, tanto as internacionais quanto as nacionais. Em suma, algo semelhante à Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), aplicada por diversos anos no Brasil.

33. O plano de resgate dos maiores bancos ingleses e da zona do euro envolveu a compra de elevado volume de ações pelos governos em troca do aporte financeiro (SWAINE, 2008), contrariamente aos Estados Unidos, em que os aportes públicos aos bancos tomaram a forma de empréstimos.

34. Em 1972, nas suas conferências na Janeway Lectures, em Princeton, Tobin propôs um imposto sobre as operações de câmbio para reduzir a especulação cambial de curto prazo e "jogar areia nas rodas da finança global". Essas conferências foram publicadas em 1974.

O governo inglês encampou essa proposta e passou a apresentá-la nas reuniões internacionais, como a do G-20 de novembro de 2009. Mas ela não foi considerada, em função da forte resistência dos Estados Unidos. Entretanto, a nova proposta do presidente americano de taxação dos grandes bancos foi saudada pelo primeiro ministro inglês, Gordon Brown, como avanço da proposta inglesa de taxação internacional (THE NEW YORK TIMES, 2010).

Apesar desses potenciais avanços, ainda existem diversas divergências entre a União Europeia e os Estados Unidos nas propostas e/ou medidas já adotadas de reformas da supervisão e regulação. A principal entre elas é o princípio de medidas prudenciais e de um organismo encarregado de aplicá-las transnacionalmente. Em dezembro de 2009, os ministros das finanças dos países-membros da União Europeia chegaram a um acordo sobre a criação de três autoridades comuns de supervisão financeira encarregadas dos bancos, das seguradoras e dos mercados. Para chegar a esse acordo sobre as prerrogativas dessa nova autoridade pan-europeia, foram necessários vários meses de negociações, sobretudo diante das objeções dos britânicos que resistiam à ideia de delegar poderes decisórios fora de suas fronteiras. A resistência americana a esse princípio tem sido, até o momento, mais tenaz que a britânica.

Outras divergências concernem às maiores exigências na Europa de transparência e registro local dos *hedge funds* e à decisão do *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) de aplicar regras para maiores reservas de liquidez dos bancos, compostas por títulos públicos e *securities* com cobertura (os ativos com maior liquidez), a serem implementadas em 30 de junho de 2010; bem antes do prazo previsto para a adoção de novas regras de Basileia 2 no fim de 2012.

No organismo internacional responsável pela harmonização internacional das normas prudenciais, o FSB, que se reúne em Basileia, só registrou avanços nos pontos em que há claro consenso. O primeiro diz respeito ao risco de contraparte nos mercados de derivativos de balcão. O FSB propõe um aumento de reservas de capital para as posições dos bancos nesses derivativos, tenham eles ou não um organismo de compensação. Existe, também, a possibilidade de demandar que os bancos mantenham, ademais, reservas adicionais para cobrir a exposição ao risco em operações com outros bancos.

O segundo ponto impõe três índices a serem obrigatoriamente seguidos pelos bancos, para: *i*) determinar o tamanho e a composição das reservas líquidas – semelhante ao da União Europeia; *ii*) restringir a capacidade dos bancos no uso de *funding* de curto prazo para aquisição de ativos de mais longo prazo (descasamento de prazos); e *iii*) reduzir o nível de alavancagem e impor limites adicionais aos riscos assumidos pelos bancos, semelhante aos delineados na declaração do G-20 em setembro de 2009 (Pittsburgh).

É necessário sublinhar que, apesar do consenso sobre esses pontos, as resoluções continuam em consulta pública para verificar sua consistência. Isso significa que ainda podem ser alteradas e que não existe prazo definido para sua entrada em vigor.

O FSB tem examinado outros pontos sobre os quais ainda não há consenso, tais como: a necessidade de supervisão de instituições financeiras não bancárias; a instauração de reservas de capital contracíclicas pelos bancos; a necessidade de compensação em derivativos de balcão; a proibição de constituição de SIV; e a necessidade de manutenção em balanço de parcela de títulos lastreados em crédito emitidos. Qualquer resolução sobre esses pontos dependerá de um consenso prévio nas medidas prudenciais em âmbito nacional dos países-membros.

O conjunto de reformas regulatórias e aperfeiçoamento da supervisão não impedirá futuras crises financeiras, dada a própria natureza da atividade. Mas o intuito das discussões sobre o tema – tanto as atuais quanto as passadas – é buscar reduzir seu escopo e seus impactos macroeconômicos. O fato de o andamento das reformas de supervisão e regulação do sistema financeiro ter deixado muito a desejar e não refletir o amplo consenso e a urgência de acordar medidas afirmados nas reuniões do G-20, torna mais agudo o risco de repetição de eventos análogos, à medida que o contexto de "liberalização financeira" que lhes deu origem se perpetue. Uma afirmação de Paul Volcker no Senado americano, em fevereiro de 2010, pode ser considerada como epílogo provisório:

> (...) tão certo quanto eu estar sentado aqui, lhes digo que, caso as instituições bancárias continuem sendo protegidas pelo contribuinte e podendo especular sem freios, posso até não viver o suficiente para ver a próxima crise, mas minha alma voltará para assombrá-lo (PALLETTA, 2010).

REFERÊNCIAS

BLACKBURN, R. The subprime crisis. **New Left Review**, London, n. 50, p. 63-106, Mar./Apr. 2008.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. Washington: FMI, 12 Feb. 2010. (IMF Staff position Note). Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.

BERNANKE, B. S. **Developments in the financial markets**. Testimony of Mr. Ben S Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Washington DC, April 3, 2008a.

_____. **Reducing Systemic Risk**. *In*: AT THE FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY'S ANNUAL ECONOMIC SYMPOSIUM. Wyoming: Jackson Hole, Aug. 22, 2008b.

BORIO, C. **The financial turmoil of 2007**: a preliminary assessment and some policy considerations. Basle: BIS/Monetary and Economic Department, Mar. 2008 (BIS Working Paper, n. 251).

BOWLEY, G. Wall Street '09 Bonuses Increase 17%. **The New York Times**, 23 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/02/24/business/24bonus.html?emc=eta1>.

BUITTER, W. Regulating the new financial sector. **Voxeu**, 9 Mar. 2009. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3232>.

CAGNIN, R. F. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. Tese (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2007.

CALMES, J. Taxing Banks for the Bailout. **The New York Times**, 15 Jan. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/01/15/us/15tax.html?emc=eta1>.

CAMPBELL, A. Stress tests ignored commercial real estate threat, Congress warns. **Risk Magazine**, 12 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1591706/stress-tests-ignored-commercial-real-estate-threat-congress-warns>.

CHAN, S. Agreement Is Near on New Overseer of Banking Risks. **The New York Times**, 17 Feb. 2010a. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/02/18/business/18regulate.html?th&emc=th>.

_____. Bernanke Defends Fed's Ability to Supervise Banks. **The New York Times**, 26 Feb. 2010b. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/02/26/business/economy/26fed.html?emc=eta1>.

CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 89-131, 2007.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. **Basel II in question**: the unfolding of the US real estate crisis. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, 8 e 9 de maio de 2008. *Paper* preparado para o *Workshop on Financial Liberalization and Global Governance*, com patrocínio do IBase e Fundação Ford.

DASH, E. Wall St.'s Biggest Bonuses Go to Not-So-Big Names. **The New York Times**, 11 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/02/11/business/11bonus.html?emc=eta1>.

DENNIS, B. A Meek Ending For Mighty Unit That Gutted AIG. **The Washington Post**, 21 Feb. 2009. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/02/20/AR2009022003304.html>.

FARHI, M. **Novos instrumentos e práticas na finança internacional**. Campinas: IE/UNICAMP; São Paulo: FAPESP, 2002. Pesquisa de pós-doutorado.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos Estudos**, São Paulo, CEBRAP, v. 82, p. 35-55, 2008.

FARRELL, C. Obama Tax Prompts Put-Upon Bankers to Break Out the Violins. **Business Week**, 15 Jan. 2010. Disponível em: <http://www.businessweek.com/investor/content/jan2010/pi20100115_247526.htm>.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). **The turner review**: a regulatory response to the global banking crisis. Washington, Mar. 2009. Disponível em: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>.

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, Editora 34, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO (FUNDAP). **Panorama e perspectiva das economias avançadas**: sob o signo da crise. São Paulo: Grupo de Conjuntura da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo, nov. 2008.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Global Financial Stability Report**. Washington, DC, Apr. 2008.

GREENSPAN, A. **Testemunho diante da Financial Crisis Inquiry Commission**. 7 Apr. 2010. Disponível em: <http://www.fcic.gov/hearings/pdfs/2010-0407-Greenspan.pdf>.

GURRIA, A. **The end of the tax-haven era**. 31 Aug. 2009. Disponível em: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/aug/31/economic-crisis-tax-evasion>.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **Consumer debt at the center of finance-led capitalism**. Economia e Sociedade, Campinas IE/UNICAMP, v. 17, número especial, dez. 2008.

HUTTON, R.; DONALDSON, K. Brown Rejects Obama Banking Proposals as Wrong for U.K. System. **Bloomberg**, 25 Jan. 2010. Disponível em: <http://www.businessweek.com/news/2010-01-25/brown-rejects-obama-banking-proposals-as-wrong-for-u-k-system.html?dbk>.

JUCCA, L. Encontro em Luxemburgo discutirá futuro de segredo de bancos. **Reuters**, 13 fev. 2010. Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2010/02/13/encontro-em-luxemburgo-discutira-futuro-de-segredo-de-bancos.jhtm>.

KATZ, I.; SCHMIDT, R. Gensler Turns Back on Wall Street to Push Derivatives Overhaul. **Bloomberg**, 12 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a3OkrdITAZtA&pos=1>.

KEDROSKY, P. **The first non-bank bank run**. 3 Sept. 2007. Disponível em: <http://paul.kedrosky.com/archives/2007/09/03/the_first_nonba.html>.

KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. **Public Policy Brief**, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 93, Jan. 2008.

LABATON, S. Senate Plan Would Expand Regulation of Risky Lending. **The New York Times**, 10 Nov. 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/11/11/business/11regulate.html?emc=eta1>.

LOUIS M.; VAN DE POL, J. EU Finance Ministers to Resist Obama Plans for Banking Overhaul. **Bloomberg**, 15 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601103&sid=ad9u.o9vgBiQ>.

McCULLEY, P. Teton Reflections. **Global Central Bank Focus**, Aug./Sept., 2007. Disponível em: <http://www.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/FF/2007/GCBF+August-+September+2007.htm>.

_____. The Paradox of deleveraging. **Global Central Bank Focus**, July 2008. Disponível em: <http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20July%2008_web.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB%20Focus%20July%2008_web.pdf>.

MCKEE, M.; COOK, P. **Paulson Says U.S. Was 'Close' to Financial Collapse**. 2 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=axCgjHqNkaw0&pos=5>.

MORGENSON, G. Revisiting a Fed Waltz With A.I.G. **The New York Times**, 22 Nov. 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/11/22/business/22gret.html?emc=eta1>.

MORRIS, C. R. Why Paulson Blinked on AIG. **Washington Independent**, 18 Sept. 2008. Disponível em: <http://washingtonindependent.com/6351/why-paulson-blinked-on-aig>.

PALLETTA, D. Quick Notes From the Volcker Hearing. **The Wall Street Journal**, 2 Feb. 2010. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/economics/2010/02/02/quick-notes-from-the-volcker-hearing/tab/article/>.

PALLETTA, D.; SIDEL, R. House Strikes at Wall Street. **The Wall Street Journal**, 14 Dec. 2009. Disponível em: <http://online.wsj.com/article/SB126055726422487665.html>.

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

REILLY, D.; MOLLENKAMP, C. Conduits' in need of a fix. **The Wall Street Journal**, 30 Aug. 2007.

REUTERS. **SEC to consider new short sale curbs next week**. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61I5BR20100219>. Acesso em: 19 fev. 2010.

STORY, L.; DASH, E. Banks Prepare for Big Bonuses and Public Wrath. **The New York Times**, 9 Jan. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/01/10/business/10pay.html?emc=eta1>.

SWAINE, J. Gordon Brown hails £ 500 billion bank rescue plan. **Telegraph**, 8 Oct. 2008. Disponível em: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/3157728/Gordon-Brown-hails-500-billion-bank-rescue-plan.html>.

THE NEW YORK TIMES. **International Rift Grows Over Financial Reform**, 25 Jan. 2010. Disponível em: <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2010/01/25/rift-grows-between-us-and-uk-over-financial-reform/>.

TOBIN, J. The new economics, one decade older. (The Eliot Janeway lectures on historical economics in honor of Joseph Schumpeter). Princeton New Jersey: Princeton University Press, 1974.

_____. A Proposal for International Monetary Reform. **Eastern Economic Journal**, Eastern Economic Association, v. 4, n. 3-4, p. 153-159, July/Oct. 1978. Disponível em: <http://ideas.repec.org/a/eej/eeconj/v4y1978i3-4p153-159.html>.

VEKSHIN, A. Obama's Consumer Agency Imperiled by Senate's Bipartisan Talks. **Bloomberg**, 12 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601070&sid=aTNGs.xaibLk>.

WERDIGIER, J. Royal Bank of Scotland Narrows Loss and Adds to Bonuses. **The New York Times**, 25 Feb. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/02/26/business/global/26rbs.html?emc=eta1>.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2011

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Njobs Comunicação

Supervisão
Cida Taboza
Fábio Oki
Jane Fagundes

Revisão
Ângela de Oliveira
Cristiana de Sousa da Silva
Lizandra Deusdará Felipe
Luanna Ferreira da Silva
Olavo Mesquita de Carvalho
Regina Marta de Aguia

Editoração
Anderson Reis
Danilo Tavares

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto gráfico
Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br
Tiragem: 500 exemplares

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

SECRETARIA DE
ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA