

Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros

Resolução No. 17

Setembro 10, 2007
Copenhaguen, Dinamarca

Lições do Recente Turmoil Financeiro

Resumo Executivo

Era inevitável que os desequilíbrios globais pudessem eventualmente requerer uma correção ascendente no preço do risco. Quando isto aconteceu, era igualmente inevitável que os mutuários fossem incapazes de pagar algumas das suas obrigações da dívida.

Nesta declaração, os Comitês Financeiros Reguladores da Ásia, Austrália-Nova Zelanda, Europa, Japão, América Latina e os Estados Unidos identificam algumas fraquezas importantes na infraestrutura financeira e fazem as seguintes recomendações:

1. Uma fraqueza chave no periodo atual do turmoil financeiro é a conexão – através de garantias tanto explícitas quanto implícitas – tanto entre os condutos quanto entre os veículos de investimento com propósitos especiais e bancos de investimento patrocinadores e bancos comerciais. As atividades destes condutos e veículos são extremamente complicadas e opacas.
2. Em muitas das novas formas de empréstimo, a responsabilidade pela análise e fixação do preço do risco do empréstimo é repassada aos programas de qualificação do crédito e terceirizada para agências classificadoras de risco. Estas agências, porém, não compartilham as perdas causadas por estimativas errôneas. Para recuperar a confiança do investidor no processo de securitização, os originadores dos empréstimos devem fazer o seguimento da performance a longo prazo dos seus especialistas em underwriting e estabelecer sistemas de compensação diferida que faz com que os agentes de empréstimo compartilhem as perdas geradas pelo não pagamento pontual dos mutuários. Os Comitês recomendam aos reguladores e grupos de estudo industriais discutir imediatamente os problemas de incentivo gerados pela terceirização da avaliação do risco.

3. O atual turbulência nos mercados financeiros coloca importantes perguntas a respeito da implementação do marco de Basileia II sobre a adequação do capital para os bancos. O Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária deveria reavaliar a grande confiança nos ratings fornecidos pelas agências de classificação de risco no chamado Método Padronizado de Basileia II. Além disso, o Método Baseado em Ratings Internos de Basileia II, que permite que os grandes bancos sofisticados utilizem os seus modelos de risco interno, precisa ser reexaminado. O recente turbulência revelou que estes modelos tinham uma performance pobre e subestimavam o grau de exposição ao risco. Os Comitês recomendam ao Comitê de Basileia realizar outro estudo de impacto quantitativo (OIS) utilizando observações do recente turbulência.

Antecedentes do recente turbulência

O turbulência atual nos mercados financeiros mundiais, desencadeado pelos defaults (não pagamento pontual) de hipotecas subprime nos E.U.A., coloca perguntas sobre a política macroeconômica, a estabilidade financeira e o desenho da regulação financeira. A formulação de uma resposta de política apropriada à incerteza gerada pelo turbulência atual requer um entendimento dos desenvolvimentos que têm levado à situação presente.

A economia global tem atravessado um longo período de relativamente baixas taxas de juros e uma ampla oferta de liquidez. Alguns fatores subjacentes incluem taxas elevadas de poupança na China e em outras economias da Ásia, e baixas e estáveis taxas de inflação na Europa, nos E.U.A. e no Japão. Além disso, alguns países chave tem mantido baixas taxas de juro insustentáveis e moedas subvalorizadas. Neste ambiente macroeconômico, as lembranças desbotadas de períodos anteriores turbulentos e esforços por atingir rendimentos maiores, suportaram um prêmio de risco relativamente baixo no crédito.

O ambiente favoreceu o desenvolvimento de instrumentos financeiros inovadores para negociar em risco de crédito. Os veículos para investimentos coletivos e os produtos de securitização estruturados têm permitido que o risco de crédito seja globalmente assignado a novos grupos investidores. Além de fazer os mercados em derivativos, os bancos e bancos de investimento estabelecem veículos de investimento especiais (SIVs), que têm instrumentos exóticos tais como obrigações de dívida colateralizada (CDOs) e se financiam a si mesmos ao emitir documentos comerciais (CP) para os investidores, tais como fundos hedge. Os fundos hedge e condutos – uma forma de SIV – têm sido importantes compradores e negociadores dos novos instrumentos. A sua capacidade de absorber o risco eficientemente tem contribuído para o baixo custo do crédito e tem melhorado a capacidade das firmas e famílias de levar mais dívida. Conseqüentemente, as firmas e famílias têm se tornado cada vez mais endividadas enquanto os preços dos ativos, especialmente dos bens imóveis residenciais, tem subido abruptamente.

Era inevitável que os desequilíbrios globais pudessem eventualmente requerer uma correção ascendente no preço do risco. Na medida em que isto acontecia, era similarmente inevitável que os mutuários mais fracos fossem incapazes de pagar algumas das suas obrigações de dívida. A falta de pagamento nos empréstimos das hipotecas subprime nos E.U.A. deve ser visto sob este ponto de vista. Em princípio, a transferência do risco de crédito inerente aos instrumentos ligados ao crédito deveria suprimir as consequências dos defaults ao distribuí-los entre muitos participantes.

Surge uma ameaça à estabilidade financeira se as quedas dos mercados financeiros amplificam o choque inicial, com consequências adversas para crescimento e emprego. Existe, aliás, evidência dessa amplificação. Além disso, com 40 por cento dos bônus respaldados por hipotecas subprime mantidas fora dos E.U.A, as consequências do não pagamento das hipotecas subprime se sentiram em todo o mundo, especialmente na Europa. Depois destes defaults, houve uma quantidade importante de quedas dos mercados financeiros. Elas incluem uns poucos SIVs patrocinados por dois bancos alemães. Alguns fundos hedge importantes têm sofrido grandes perdas também.

Seria um erro se os fazedores de políticas tirassem do apuro aos bancos, investidores e mutuários de hipotecas em problemas. Essas ajudas para sair do apuro aumentam o desejo dos beneficiários de tomar riscos no futuro. Os contribuintes não só teriam que pagar pelas ajudas para sair do apuro, mas a economia global se tornaria mais propensa à crise.

Esta declaração identifica algumas fraquezas importantes na infraestrutura financeira, e explica como elas têm contribuído para o turmoil que temos observado. Também analisamos as respostas regulatórias apropriadas. Os seguintes temas são discutidos:

1. Condutos e Veículos de Investimento Especiais (SIVs)
2. Terceirização da avaliação do risco e devida diligência para agências classificadoras e programas de avaliação de crédito
3. As implicações do recente turmoil nos mercados financeiros para Basiléia II
4. Estagnação do mercado interbancário na Europa em particular
5. Impacto em mercados fora da Europa Ocidental e dos EUA

1. Condutos e Veículos de Investimento Especiais (SIVs)

Uma fraqueza chave no período atual do turmoil financeiro é a conexão - através tanto de garantias explícitas quanto implícitas - entre condutos ou veículos de investimento com objetivos especiais e bancos patrocinadores de investimento e bancos comerciais. As atividades destes condutos e veículos são extremamente complicadas e opacas, o que representa uma grande parte do problema.

Durante algum tempo, estes condutos funcionaram efetivamente como pools de investimento colateralizado que recolhiam pools de hipotecas subprime ou outros ativos financeiros arriscados

(tais como empréstimos para fundos de buyout) e financiavam estes holdings com a emissão de documentos comerciais de curto prazo. A divisão dos fluxos de caixa das obrigações baseadas em ativos é realizado por bancos de investimento que utilizam ratings de qualidade fornecidos por agências classificadoras de risco com base em modelos que não podem ser comprovados no tempo devido ao fato dos instrumentos serem novos. Os condutos estão, na maioria dos casos, altamente endividados. Colocar pouco ou nenhum patrimônio em um conduto constitui uma forma de evitar requerimentos de patrimônio que seriam aplicáveis aos bancos patrocinadores. Aliás, o financiamento da dívida destas posições era freqüentemente mais curta em duração que os ativos. Esta assimetria cria risco de desenvolvimento.

A dívida do conduto foi geralmente distribuída aos investidores incluindo fundos de pensão, companhias seguradoras e fundos hedge. A conexão entre um banco patrocinador e o conduto foi estabelecido tanto pelo uso de puts (opções de venda), garantias ou outros mecanismos que transferem riscos residuais no conduto de volta ao banco comercial ou de investimento se e quando o valor dos ativos diminuir significativamente.

As normas reguladoras e contábeis atuais, tais como Basiléia I, não reconhecem suficientemente o grau de risco para os portadores de risco residual. A incertidão a respeito do valor dos ativos nos condutos tem esgotado fontes temporárias e permanentes de financiamento para os condutos. Na Europa, onde proporções substanciais de obrigações estruturadas têm sido colocadas em bancos comerciais, o valor em declínio das hipotecas subprime tem dado origem a incertidão quanto à qualidade dos ativos bancários e contribuído a problemas no mercado de crédito interbancário.

Isto sugere que os reguladores e supervisores devem se preocupar não só pela qualidade e transparência dos ativos nos condutos, mas também pela natureza das obrigações e riscos que o conduto passa para os bancos e os sistemas bancários. Em particular, eles devem assegurar-se que os gerentes dos bancos e membros da diretoria assumam a responsabilidade de ter um sistema de administração de risco confiável instalado.

2. Terceirização da avaliação do risco e devida diligência para agências classificadoras e programas de avaliação do crédito

Em empréstimos tradicionais, a capacidade dos agentes de empréstimos individuais de analisar e fixar o preço do risco é monitorizado pela gerência superior e sujeito a disciplinas de reputação e carreira. Os agentes que originam um número desproporcionado de maus empréstimos são convidados a deixar o negócio bancário.

Em muitas novas formas de empréstimo, a responsabilidade de analisar e fixar o preço do risco do empréstimo é trocado por programas de avaliação do crédito e terceirizado para agências de classificação de risco. Devido a que os dados sobre não pagamento de empréstimos surgem

devagar, os agentes de empréstimo são recompensados mais pela quantidade que pela qualidade dos empréstimos que originam. Esta estrutura de recompensa é particularmente inapropriada para empréstimos de baixa qualidade tais como hipotecas subprime. As formas em que a terceirização da devida diligência desalinha os incentivos dos prestamistas no estágio de originação explicam muitos dos problemas que estão surgindo em securitizações estruturadas. Exceto em casos inusuais quando o não pagamento surge no início da vida de um empréstimo, os investidores mais do que os originadores absorvem as perdas geradas pelos erros de emissão.

Para restaurar a confiança e disciplina do investidor no processo de securitização, os originadores de empréstimos devem aceitar a responsabilidade pelo seguimento da performance a longo termo dos seus especialistas em underwriting e pelo estabelecimento de sistemas de compensação diferida que faz com que os agentes de empréstimos compartilhem as perdas geradas pela falta de pagamento dos mutuários. O comitê recomenda aos reguladores e grupos de estudo industriais que tratem este tema de realinhamento dos incentivos imediatamente.

3. As implicações dos Acordos de Capital de Basiléia

Basiléia II entrou em vigor em muitos países industrializados em 2007-2008. O objetivo de Basiléia II é tratar as fraquezas no marco de adequação de capital de Basiléia I para os bancos, incorporando uma calibração mais detalhada do risco do crédito e requerendo a fixação de preços de outras formas de risco. Assigna mais responsabilidade aos banqueiros para implementar as suas próprias regulamentações de risco.

Apesar destas intenções e a caprichosa preparação durante mais de uma década, incluindo uma série de estudos de impacto quantitativo (QIS), eventos recentes desafiam a exatidão e utilidade de importantes elementos em Basiléia II. O enfoque dos ratings padronizados faz um grande uso dos ratings de dívidas assignados por agências classificadoras de risco. A sabedoria de confiar nestes ratings é posta em dúvida pelos numerosos atrasos que as agências classificadoras de risco têm mostrado ao fazer revisões descendentes apropriadas nos últimos meses. Em um importante exemplo de demora, o tranche senior de um Veículo de Propósito Especial caiu 17 notas durante a noite de um rating triplo A quando a agência classificadora de risco que cobria a segurança finalmente agiu. Essas demoras são consistentes com a evidência obtida da pesquisa de que o atraso das mudanças de ratings aumenta nas avaliações de risco dos mercados.

Utilizando ratings de crédito das agências para que os mutuários estabeleçam requerimentos de capital para bancos representa uma terceirização das responsabilidades dos supervisores bancários. Como mencionado acima, a terceirização da devida diligência coloca a tarefa de avaliação do risco em agentes que não têm responsabilidade financeira para cobrir perdas devidas a seus erros. Isto nos diz que o Comitê de Basiléia deveria revalorizar a grande confiança nas agências classificadoras de risco no Método Padronizado e insistir em que os supervisores introduzam conscientemente as suas

avaliações suplementárias no processo. É também importante que o Comitê de Basiléia e os supervisores reconheçam o conflito inicial entre eles e as agências classificadoras de risco. A estrutura de incentivos atual traz consigo que a agência classificadora seja paga pelo emissor das obrigações, que pode descorajar as agências de salientar as fraquezas da situação financeira do cliente.

O turmoil também revela que os modelos de risco internos de muitos bancos tiveram uma performance pobre e subestimaram o grau de exposição ao risco. Até certo grau, isto reflete a falha de estimar estes modelos com observações de períodos de crise prévios e, assim, as dificuldades de capturar eventos com baixa probabilidade em modelos internos criados por grandes bancos sob Basiléia II. Sobre esta base, o Comitê recomenda ao Comitê de Basiléia conduzir outro estudo de impacto quantitativo utilizando observações do recente turmoil.

4. A estagnação do mercado interbancário na Europa em particular

Problemas graves tem surgido no mercado interbancário na zona do Euro e o Reino Unido. Os spreads dos empréstimos interbancários têm aumentado e são mais elevados do que nos EUA, apesar das grandes injeções de liquidez pelo ECB em particular. Além disso, tem sido observado um racionamento da quantidade.

As razões pelas diferenças entre os EUA e a Europa são ainda pouco claras. Uma possível explicação é institucional. Muita da pressão da liquidez foi sentida nos EUA pelo mercado dos papéis comerciais, enquanto na zona do Euro tem afetado as taxas no mercado interbancário. A falta de liquidez nos EUA se centrou em esforços dos fundos hedge de refinar papéis comerciais garantidos por ativos em vez de empréstimos bancários. Desde 6 de setembro de 2007, o mercado de papéis comerciais dos EUA caiu em aproximadamente 300 bilhões de dólares do seu máximo de 2.225 trilhões em julho. A maior parte desta queda tem acontecido no segmento do mercado de papéis comerciais utilizados para financiar os condutos de hipotecas subprime. Na zona do Euro, os dados dos impactos quantitativos e fontes substitutas de financiamento não estão disponíveis, mas os spreads têm continuado persistentemente elevados apesar da injeção de fundos significativos pelo ECB.

Uma segunda explicação para as taxas interbancárias persistentemente elevadas é que os bancos europeus podem ter boas razões para suspeitar que alguns deles estão em más condições e devem aplicar-lhes prêmios correspondentemente mais elevados.

Uma explicação relacionada é que os gerentes da rede de segurança na zona do Euro não têm experiência em resolver insolvências bancárias através das fronteiras. A sua capacidade de dirigir bancos com problemas em forma justa e eficiente pode acabar sendo comprovada pela primeira vez.

A incerteza continuará sendo elevada até a condição dos bancos individuais puder ser esclarecida, e as autoridades estabeleçam as diretrizes que seguirão.

O ECB tem feito importantes injeções de liquidez, perto de 100 bilhões de euros somente em 9 de agosto, mas emprestar indefinidamente a bancos potencialmente insolventes poderia ser uma fonte de problemas de perigo moral em operações entre fronteiras em particular.

5. Impacto em Mercados fora da Europa Ocidental e os EUA

Apesar do impacto do recente turmoil em países fora dos EUA e da Europa ter mostrado efeitos reais limitados até o presente, um aumento sustentado nos prêmios do risco global com certeza afetará os países cuja dívida tem sido considerada arriscada. Em outras crises, os choques globais tem tido sérias repercussões naqueles países através de interrupções importantes nos fluxos de capital. Apesar disto não ter acontecido ainda, paradas repentinas de fluxos de capital poderiam acontecer se a escassez de liquidez europeia persistir. As autoridades deveriam reconhecer esta possibilidade e lutar para reduzir potenciais vulnerabilidades.

Especificamente fora dos EUA e da Europa, uma maior incerteza tem levado a uma maior taxa de câmbio e volatilidade no preço das ações em muitos países e os spreads de crédito têm aumentado em geral. Observaram-se menos problemas nos mercados interbancários que na Europa, embora os Bancos Centrais têm tido que monitorizar as condições e estar prontos para satisfazer uma maior demanda por liquidez a curto prazo que pode surgir.

Nos países em desenvolvimento, como a Indonésia, existe medo de que choques de fluxo de capital poderiam desestabilizar os mercados por divisas e dívida soberana, e indiretamente produção e emprego. Um impacto dessa natureza poderia também diminuir a liberalização das contas de capital nesses países.

Na América Latina, os spreads em dívida soberana têm aumentado praticamente 200-300 pontos base na Argentina e na Venezuela, mas substancialmente menos no México e no Brasil. Geralmente, as posições fiscais mais fortes, os superávits de contas correntes e as reservas oficiais internacionais acumuladas têm ajudado os mercados a ajustar a crescente incerteza. Também, os sistemas bancários internos têm limitado as exposições aos mercados estrangeiros afetados. Os riscos dos produtos estruturados e exposições a instituições altamente endividadas, tais como fundos hedge e patrimônio privado, são relativamente baixos.

No Japão, os mercados interbancários e de papéis comerciais têm operado sem problemas, refletindo a abundante liquidez do sistema bancário japonês. Porém, o aumento geral da incerteza e o nervosismo tem contribuído para o desembaraço das operações de carry trade do yen, e declínios significativos nos preços das ações japonesas.

O desembaraço das operações de carry trade do yen também contribuiu para o significativo declínio observado recentemente nos valores das moedas australasiáticas. Também na Austrália, onde a securitização, os produtos estruturados e os fundos hedge são significativos, a incerteza sobre exposições e a maior demanda de liquidez têm se refletido numa pressão ascendente nas taxas de juros nos mercados interbancários. Vários bancos têm mudado os ativos dos condutos de volta para os balanços. A injeção de liquidez do Banco de Reservas através dos seus acordos de recompra (e ampliação do rango de obrigações elegíveis) tem até agora facilitado o processo de ajuste nos mercados de crédito.