

## **Perdidos em meio à destruição criativa**

*Gillian Tett*

Há seis anos, Ron den Braber trabalhava no Royal Bank of Scotland (RBS), em Londres, quando ficou receoso de que os modelos de negócios do banco estivessem subestimando o risco dos produtos de crédito. Quando o holandês, especialista em estatística, alertou seus chefes sobre o problema, enfrentou tal desaprovação que acabou deixando o banco.

"Comecei falando de forma gentil, mas ninguém queria ouvir", lembra-se Den Braber. O motivo, acredita, está no "pensamento de grupo", como se costuma chamar o conformismo de acompanhar-se o comportamento da maioria, "e na pressão para se completar os negócios", assim como na completa falta de entendimento sobre como os modelos funcionavam.

Histórias dessa natureza explicam até certa parte como grandes bancos ocidentais levaram a si mesmos a se enredar nos atuais apuros e inclinaram o mundo em direção a uma recessão. Suas baixas contábeis giram em torno a US\$ 1 trilhão, de acordo com o Instituto Internacional de Finanças (IIF), o grupo lobista dos bancos em Washington. O Banco da Inglaterra (autoridade monetária do país) sustenta que as perdas decorrentes de bancos tendo de revisar para baixo o valor de seus investimentos para ficar em linha com os preços do mercado estão em US\$ 3 trilhões, o equivalente a cerca de um ano de produção econômica britânica. No começo da semana, o Banco de Desenvolvimento Asiático (BDA) estimou que os ativos financeiros mundiais poderiam, a estas alturas, ter se desvalorizado em mais de US\$ 50 trilhões, número na mesma escala de valores da produção anual do planeta.

Para descobrir aonde se dirige o capitalismo, portanto, é imperativo para as autoridades monetárias, executivos de bancos, investidores e eleitores compreenderem com mais clareza o que saiu de tão terrivelmente errado nas finanças do Século XXI.

Certamente, não há falta de possíveis réus: ganância despudorada, regulamentação complacente, política monetária demasiado solta, captações de créditos fraudulentas e fracasso administrativo desempenharam, todos, algum papel (assim como em períodos anteriores de ascensão e queda).

Outro problema também participou da cena: a extraordinária complexidade e opacidade das finanças modernas. Durante os últimos 20 anos, uma onda de inovação remodelou a maneira como os mercados funcionam de uma forma que parecia capaz de trazer grandes benefícios a todos os envolvidos. Estas inovações, no entanto, tornaram-se tão intensas que superaram a capacidade de compreensão da maioria dos executivos comuns de banco para não citar as autoridades reguladoras.

Como resultado, não apenas o sistema financeiro foi assolado por perdas de uma escala que ninguém conseguiu prever, como os pilares de fé sobre os quais este novo capitalismo financeiro foi erigido praticamente desmoronaram. A situação deixou a todos, de ministros das Finanças e presidentes de bancos centrais a pequenos investidores e aposentados, privados de uma bússola intelectual, atordoados e confusos.

"Nosso mundo ruiu e eu honestamente não sei o que vai substituí-lo. A bússola com a qual guiávamos os americanos não existe mais", diz Bernie Sucher, diretor das operações do Merrill Lynch em Moscou. "A última vez em que vi algo assim, em termos de senso de desorientação e falta de rumo, foi entre meus amigos [na Rússia] quando a União Soviética se partiu."

A crise atual decorre de mudanças que silenciosamente se arraigaram no Ocidente por vários anos. Há meio século, os negócios bancários pareciam ser um ofício relativamente simples. Quando os bancos comerciais concediam créditos, normalmente os mantinham em seus próprios balanços e valiam-se de cálculos rudimentares (combinados com o conhecimento que tinham dos clientes) ao decidir se emprestavam ou não.

Dos anos 70 em diante, contudo, aconteceram duas revoluções: os bancos começaram a vender seu risco de crédito a terceiros, nos florescentes mercados de capitais; e para

mensurar o risco de crédito adotaram sistemas complexos, sustentados por computadores, importados das ciências exatas e elaborados por "crânios" da estatística, como Den Braber, no RBS.

Até o terceiro trimestre de 2007, a maioria dos investidores, executivos de bancos e autoridades monetárias presumia que essas revoluções representavam um "progresso" real, benéfico para a economia como um todo. As autoridades reguladoras estavam encantadas em ver os bancos desfazendo-se de sua exposição a créditos, uma vez que crises como a da debacle da poupança e dos empréstimos nos anos 80 nos Estados Unidos haviam demonstrado os perigos dos bancos ficarem expostos a um tipo concentrado de crédito.

A dispersão do risco de crédito "ajudou a tornar o sistema bancário e financeiro em geral mais resistente", proclamou o Fundo Monetário Internacional (FMI) em abril de 2006, expressando a crença generalizada em todo o mundo ocidental.

Os bancos estavam ainda mais excitados, porque quando reagrupavam os créditos para vendê-los a investidores de fora, arrecadavam comissões em quase todos os estágios da cadeia de "corte e fatiamento" dos empréstimos. Além disso, quando os bancos se livravam do risco de crédito, os reguladores permitiam-lhe conceder mais empréstimos possibilitando a injeção de mais créditos na economia e gerando ainda mais comissões aos bancos. No início de 2007, os encarregados das finanças do britânico Northern Rock estimaram com regozijo que poderiam conceder o triplo de créditos, por unidade de capital, do que cinco anos antes. Isso porque transformavam suas hipotecas em bônus e, portanto, tinham condições de cumprir as diretrizes dos reguladores de uma maneira mais "eficiente".

À medida que as inovações ficaram mais intensas, no entanto, também foram infectadas por uma terrível ironia. Em público, os financistas na dianteira da revolução descreveram as mudanças como os passos que promoveriam uma forma superior de capitalismo de livre mercado. Quando uma equipe do JPMorgan desenvolveu os derivativos de créditos no fim dos anos 90, a palavra de ordem favorita em sua literatura de mercado era que esses derivativos promoveriam a "conclusão do mercado" ou seja, um livre mercado aperfeiçoado.

Na realidade, muitos desses novos produtos eram tão especializados que nunca foram negociados em "livres" mercados. Um instrumento conhecido como "obrigações garantidas por outras dívidas (CDOs, na sigla em inglês) de títulos lastreados por ativos (ABS)" é um exemplo bastante revelador. A engenhoca apareceu em meados desta década quando os executivos de bancos criavam pacotes de bônus ligados a hipotecas, muitas vezes entrelaçando-os com outros derivativos de crédito. A sopa de alfabeto de abreviações que isso gerou era frequentemente tão desconcertante quanto os produtos que as siglas representavam. Em 2006 e início de 2007, pelo menos US\$ 450 bilhões desses papéis "CDOs de ABS" foram produzidos. A maioria, em vez de ser negociada, foi vendida a entidades dos bancos fora de seus livros contábeis, como os "veículos de investimento estruturado" (SIVs, na sigla em inglês), ou simplesmente deixadas nos livros.

A prática ridicularizou a ideia de que as inovações haviam ajudado a dispersar o risco de crédito. Também corroeu a noção de que os bancos usavam sistemas contábeis de "marcação a mercado": como a maior parte dos bancos não tinha preço de mercado para esses CDOs (ou para muitas outras coisas), normalmente os avaliavam por meio de cálculos teóricos de modelos matemáticos. O resultado foi que o conjunto de inovações que supostamente criaria mercados mais livres, na verdade, produziu um mundo obscuro, no qual o risco estava sendo concentrado e de formas que quase ninguém entendia. Em 2006, podia "levar todo um fim de semana" para os computadores realizarem os cálculos necessários para avaliar os riscos dos complexos CDOs, segundo admitem funcionários da agência avaliadora de crédito Standard & Poor's (S&P).

Como tinham confiança nas classificações de crédito, mais investidores estavam satisfeitos em comprar produtos como os CDOs. No entretanto, os bancos obtinham lucros tão gordos que viam poucos incentivos para questionar seus modelos mesmo quando especialistas como Den Braber, do RBS, tentavam apontar as falhas.

Em julho de 2007, essa fé cega começou a rachar. Os casos de inadimplência haviam começado a aumentar nas hipotecas subprime, de baixa qualidade e alto risco, dos EUA. Agências, como a S&P, reduziram as classificações de produtos ligados a hipotecas e admitiram que seus modelos estavam funcionando mal. A atitude provocou tal choque que investidores, como os fundos do mercado monetário, deixaram de comprar as notas emitidas por entidades do tipo dos SIVs. A gangrena do medo começou a infectar bancos "reais" que os investidores perceberam estar expostos aos SIVs de maneiras inesperadas. "Apesar dos mais de 30 anos na área, não tinha consciência da extensão dos veículos fora dos livros dos bancos, como os SIVs", observou recentemente o presidente de investimentos da Fidelity International, Anthony Bolton.

Desde 2005, bancos como Merrill Lynch, Citigroup e UBS haviam estado acumulando instrumentos no estilo dos CDOs. "Nunca prestamos muita atenção porque nossos gerentes de risco disseram que esses instrumentos eram 'triplo A'", recorda-se Peter Kurer, presidente do conselho de administração do UBS. Quando a inadimplência das hipotecas de baixa qualidade aumentou, no entanto, os auditores exigiram que os bancos reavaliassem esses instrumentos.

No segundo trimestre de 2008, Citigroup, Merrill Lynch e UBS, juntos, haviam registrado baixas contábeis de US\$ 53 bilhões. Surpreendentemente, quase 70% do valor decorria de CDOs supostamente com classificações "triplo A", que a essas alturas consideravam-se valer apenas metade do valor de face. Esta "foi a era em que os modelos falharam" nos mercados financeiros, segundo o economista americano Joshua Rosner.

Os bancos tentaram tampar os buracos levantando mais de US\$ 200 bilhões em capital novo. O vão, contudo, continuou a crescer. Como resultado, a confiança na capacidade das autoridades reguladoras de monitorar os bancos desmanchou-se. Assim como a fé nos bancos. Então, enquanto os modelos perdiam credibilidade, os investidores se afastavam de todas as formas de finanças complexas.

Em setembro, o último pilar de fé veio abaixo. A maioria dos investidores presumia que o governo dos EUA nunca deixaria um grande grupo financeiro quebrar. Quando o Lehman Brothers entrou com pedido de recuperação judicial, no entanto, a desconfiança e a desorientação dispararam. A maioria dos mercados de financiamento secou. As cotações ficaram descontroladas; bancos e gestores de recursos descobriram que todos seus modelos de negociação e as operações de proteção contra perdas haviam derretido. "Nada funcionava mais nos mercados de capitais", conta o chefe de risco de um grande banco ocidental. O sistema, como ressaltou o presidente do Banco da Inglaterra, Mervyn King, estava à beira de "um precipício".

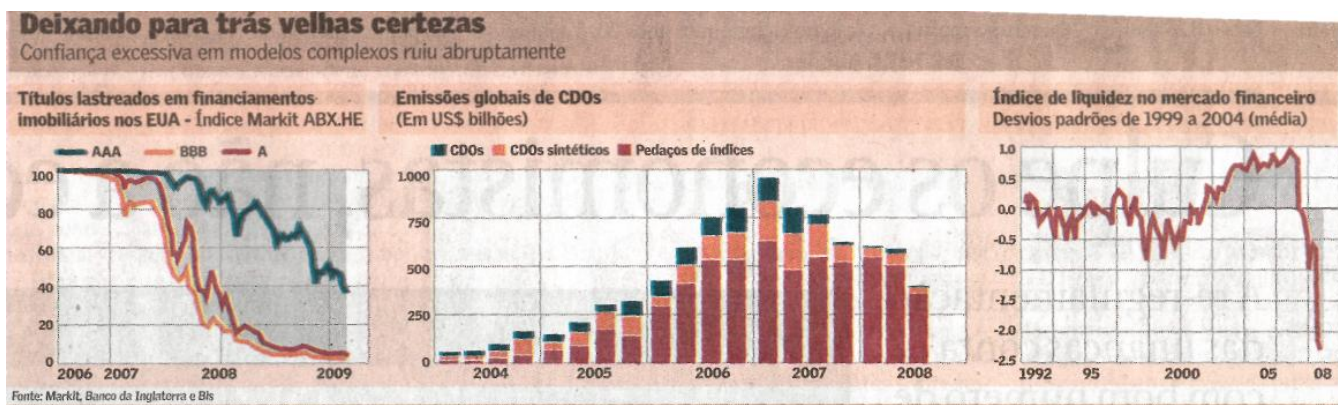
Hoje, enquanto se buscam novos pilares de confiança para as finanças, os governos intervêm para substituir muitas funções do mercado. O Tesouro dos EUA realiza "provas" para avaliar a situação dos bancos em cenários críticos, com a ideia de elevar a confiança dos investidores.

No Reino Unido, o governo garante os bancos contra perdas com seus ativos "tóxicos". Bancos e agências avaliadoras de risco de crédito, tardiamente, reformulam seus modelos. Financistas e reguladores também se comprometeram a tornar o setor financeiro mais transparente e padronizado.

"Nem todas as inovações são igualmente úteis", observa Adair Turner, diretor da Autoridade de Serviços Financeiros (FSA, órgão regulador do mercado financeiro britânico), destacando que poucos lamentarão "se as instruções sobre como criar os CDOs ao quadrado [um instrumento de dívida ultracomplexo] tiverem se perdido".

A verdade brutal, no entanto é que até os mercados financeiros voltarem a estar à altura de seu nome tornaram-se mercados em que os ativos são negociados e avaliados de uma maneira fiável será difícil reconstruir a confiança dos investidores. Não por acaso, a raiz da palavra crédito vem do latim "credere", que significa "acreditar".

Os últimos 12 meses mostraram que, sem fé, as finanças não valem nada. Reconstruir esse senso de confiança poderia levar bem mais tempo do que isso.



Fonte: Valor Econômico, São Paulo, 13, 14 e 15 mar.2009, Primeiro Caderno, p. A16.