

Turbulência Financeira Internacional: Mecanismos de Transmissão

Desde meados de junho, e com mais intensidade a partir de agosto, os mercados financeiros internacionais entraram em período de turbulência, caracterizado por forte aumento da volatilidade dos preços de ativos. O Índice de Volatilidade *Chicago Board Options Exchange* (VIX), por exemplo, que mede a volatilidade do mercado acionário americano, teve média de 20,80% no período 15 de junho a 15 de setembro, contra média de 12,95% no ano até 14 de junho. Os ativos brasileiros e de outros emergentes, ainda que em menor escala do que anteriormente, também foram atingidos por esse aumento da volatilidade, que inevitavelmente foi acompanhado por maior aversão ao risco.

A origem desse novo episódio de turbulência financeira foi, de fato, distante dos mercados emergentes, sendo localizada no aumento da inadimplência de hipotecas com avaliação de risco inferior, denominadas *subprime*, nos Estados Unidos da América (EUA). Esses empréstimos hipotecários foram concedidos a famílias com histórico de crédito imperfeito e/ou dificuldade em comprovar níveis de renda compatíveis com os recursos a serem tomados. É cedo para se extrair lições sobre um episódio que ainda está tendo desdobramentos, mas uma breve análise dos mecanismos de transmissão pode ajudar a aumentar a compreensão sobre os eventos, bem como ajudar a antecipar possíveis desenvolvimentos futuros.

Hipotecas *subprime* e outros tipos de empréstimos foram combinados em ativos sintéticos lastreados pelos seus respectivos fluxos de caixa, ou recebíveis, no processo de securitização (isto é, transformação de empréstimos em ativos financeiros líquidos). Esses ativos, por sua vez, foram vendidos

a investidores, geralmente entidades de propósito específico que freqüentemente foram estabelecidas e patrocinadas pelos próprios bancos. Tais entidades, que constituem veículos de investimento, por sua vez, geralmente financiavam as compras de recebíveis por meio da emissão de títulos de curto prazo (os chamados *Asset-Backed Commercial Papers* – ABCPs).

Cabe notar que a securitização é inovação financeira importante, pois pode contribuir para democratizar o acesso ao crédito. Ainda que excessos provavelmente tenham sido cometidos no processo de formação das hipotecas *subprime*, devem-se evitar ações que inibam indevidamente esse tipo de inovação. Obviamente, a securitização de recebíveis não se resume a empréstimos imobiliários residenciais, podendo, por exemplo, refletir fluxos esperados de pagamento de cartões de crédito ou empréstimos para compra de bens de consumo duráveis, como o financiamento automotivo.

Um dos efeitos do processo de securitização é segmentar a disponibilidade de informações. Especificamente, os originadores de hipotecas detêm mais informações sobre o risco efetivo de inadimplência do que aqueles que estão efetivamente expostos a esse risco, ou seja, os investidores que compraram ativos securitizados, diretamente ou por meio de títulos de curto prazo lastreados em recebíveis (emitidos por bancos ou, no caso dos ABCPs, instituições não bancárias). No momento em que passaram a sofrer perdas inesperadas em seus portfólios de ABCPs, a incerteza sobre a qualidade real dos ativos subjacentes, isto é, das hipotecas, levou a uma postura defensiva por parte dos investidores. Conseqüentemente, o mercado de ABCPs tornou-se ilíquido e, em certos momentos, cessou de funcionar.

Com isso, os veículos de investimento passaram a ter dificuldade de encontrar fontes de financiamento para financiar suas carteiras de ativos hipotecários. De forma progressivamente mais intensa, esses veículos passaram a recorrer a financiamento de curto prazo. Nesse sentido, esses veículos não bancários passaram a se defrontar com o descasamento de prazos entre ativos (longos) e fontes de financiamento (curtos) típico de bancos.

Muitos desses veículos, como assinalado acima, foram estabelecidos e/ou patrocinados por bancos, que ofereciam como suporte linhas de crédito contingentes. Assim, os veículos de investimento passaram a ter que emitir títulos de curtíssimo prazo, ou perderam por completo o acesso a financiamento nos mercados (entre o início de agosto e meados de setembro o valor dos ABCPs no mercado americano caiu 20%). Nesse contexto, as entidades bancárias patrocinadoras passaram a ter de honrar as necessidades de liquidez das entidades patrocinadas. Dessa forma, a reduzida liquidez, e conseqüente dificuldade de apreçamento nos mercados de ABCPs se transmitiu para os bancos.

Outra característica do processo de securitização foi de promover a des-intermediação bancária, isto é, a redução da participação *direta* dos bancos no financiamento ao consumo e investimento residencial. Com as dificuldades crescentes dos veículos não bancários, a tendência nos últimos meses foi de certa re-intermediação bancária, na medida em que os bancos absorvem os ativos anteriormente detidos por entidades não bancárias. Esse processo implica naturalmente elevação das necessidades de liquidez, mas também de capital, sob as regras prudenciais vigentes, dos bancos. Cabe adicionar que, sob o regime do acordo de Basileia II, as linhas de liquidez contingentes passam a requerer alocação de capital, o que contribuirá para mitigar riscos de exposição excessiva dos bancos a esse tipo de estrutura.

Ao se defrontarem com crescente incerteza sobre suas próprias necessidades de recursos líquidos, e ainda mais incerteza sobre as necessidades de outras instituições, os bancos passaram a estocar liquidez. Nesse momento, as taxas de juros de curtíssimo prazo começaram a subir em decorrência do aperto de liquidez, em certos casos para níveis consideravelmente superiores às taxas definidas pelas decisões de política monetária. Em nove de agosto, por exemplo, as taxas de juros *overnight* na Europa subiram para 4,60%, ante a meta de política de 4%, no Reino Unido as taxas *overnight* excediam a taxa de política em 100 p.b. e nos EUA a taxa efetiva da Fed *funds rate* ficou 16 p.b. acima da meta, uma diferença bastante atípica. Respondendo a essa situação, importantes bancos centrais, liderados pelo Banco Central Europeu (BCE) e

pelo *Federal Reserve* dos EUA tiveram de injetar liquidez em quantidades apreciáveis para facilitar o funcionamento dos mercados interbancários, bem como emitir declarações, mostrando disposição de tomar as medidas necessárias para garantir o funcionamento dos mercados.

Em 17 de agosto, o Banco Central americano reduziu a taxa de redesconto em 50 p.b., anunciou a extensão dessa linha de crédito em até 30 dias e reiterou sua disposição de aceitar ampla variedade de ativos como garantia para seus empréstimos. Naquele momento as autoridades monetárias dos EUA sinalizaram aumento de preocupação com os efeitos colaterais da turbulência financeira sobre a atividade econômica, antecipando, de certa forma, a decisão de cortar, da taxa básica de política monetária, o que viria a ocorrer em 18 de setembro. A partir da segunda metade de agosto as taxas de curtíssimo prazo voltaram a se aproximar das taxas de política, na Europa e nos EUA, mas as taxas a termo, até três meses, continuavam excepcionalmente elevadas, levando o BCE a pré-anunciar, em 6 de setembro, uma operação de financiamento interbancário no prazo de três meses. Apesar de toda a atuação dos bancos centrais, a crise do mercado de *subprime* continua tendo desdobramentos, como o processo de re-intermediação bancária, merecendo toda a atenção das autoridades monetárias e de supervisão financeira.

Cabe ressaltar que durante todo esse período os mercados brasileiros, ainda que em certos momentos acompanhassem o aumento de volatilidade do cenário externo, funcionaram normalmente. Dessa forma, em nenhum momento foi necessário que o Banco Central do Brasil injetasse liquidez no mercado interbancário, que continua sendo caracterizado por elevada liquidez. Mesmo assim, o Banco Central continua monitorando, em conjunto com seus pares em outros países, os desdobramentos nos mercados globais, que podem continuar por mais tempo.

Referências

Fender, I. e Hördahl, P. “Overview: credit retrenchment triggers liquidity squeeze”, BIS Quarterly Review, September 2007. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709a.pdf

King, Mervin. “Turmoil in Financial Markets: What can central banks do?” ,Paper submitted to the Treasury Committee, 12 Setembro 2007. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/treasurycommittee/paper070912.pdf>