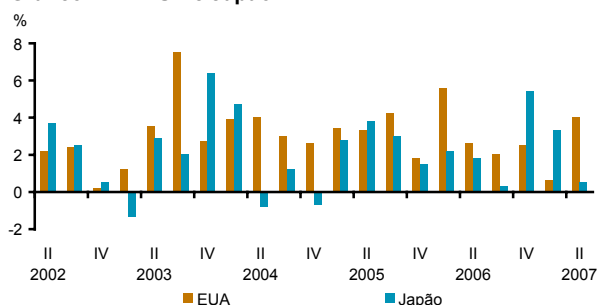


O nível de atividade da economia mundial manteve-se em expansão na primeira metade de 2007. Esse movimento refletiu tanto a retomada da economia dos Estados Unidos, em especial no segundo trimestre do ano, quanto o crescimento mais acentuado nas economias da Área do Euro e do Japão, evidenciando mais sustentação da demanda doméstica. Nesse contexto, as economias dos países emergentes continuaram a expandir-se de forma robusta, com ênfase para o desempenho da China e da Índia.

O balanço geral de riscos ao crescimento global, no entanto, deteriorou-se ante o avanço da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano e, em particular, sua repercussão sobre instituições financeiras. A inadimplência nos financiamentos concedidos no segmento *subprime* aumentou acentuadamente, exercendo efeito em cascata sobre o mercado de crédito global, expresso em empocamento da liquidez e em aumento do custo do crédito. A volatilidade dos mercados e a percepção de risco elevaram-se para níveis historicamente altos, determinando as ações dos principais bancos centrais destinadas a adicionar liquidez para regularizar o sistema. Embora essa atuação tenha arrefecido o nervosismo dos mercados financeiros, indicadores de confiança em diversos países passaram a evidenciar os efeitos da turbulência, movimento que poderá, caso persista ou se intensifique, impactar negativamente o crescimento global.

Gráfico 4.1 – EUA e Japão – PIB^{1/}



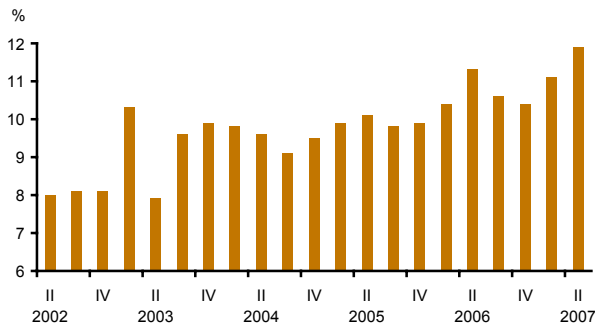
Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

4.1 Atividade econômica

No segundo trimestre de 2007, evidenciou-se a retomada do crescimento econômico norte-americano e a continuidade da expansão chinesa. Nesse período, os Estados Unidos apresentaram taxa anualizada de crescimento de 4%, e a economia da China expandiu 11,9%, relativamente a igual período de 2006, ante variações de 0,6% e 11,5%, respectivamente, no trimestre anterior.

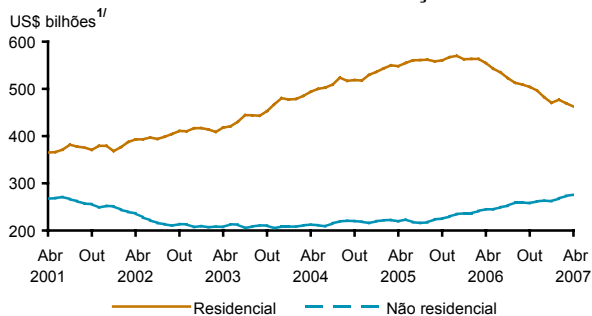
Gráfico 4.2 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

Gráfico 4.3 – EUA – Gastos com construção



1/ Anualizados. Preços constantes de janeiro/2000.

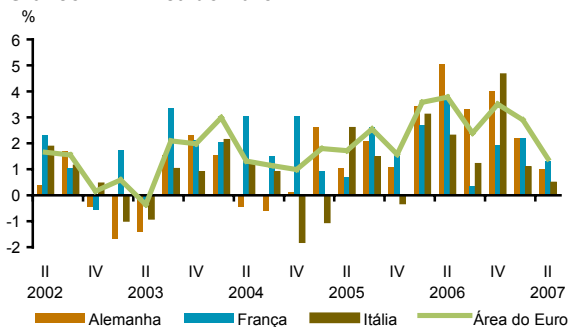
Fonte: Bureau of Census

Assinale-se que o crescimento da economia dos Estados Unidos ocorreu a despeito de significativa redução no consumo, influenciada pelos altos preços da gasolina, mas compensada pelos aumentos do investimento não residencial e das exportações. A continuidade do crescimento na China foi impulsionada pelo desempenho das exportações e pela intensificação do consumo interno, cujos efeitos prevaleceram sobre os associados às sucessivas medidas contracionistas destinadas a conter o aquecimento excessivo do investimento e do crédito. A produção industrial da China cresceu 19,5% no primeiro semestre, e os investimentos em ativos fixos, 26,7%, ante o mesmo período de 2006.

O aumento da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano se manifestou em mais restrições ao crédito, traduzidas em taxas de juros hipotecárias mais altas e em exigências adicionais para novos contratos, contribuindo tanto para a retração da demanda como para o enfraquecimento adicional do mercado imobiliário residencial. O preço médio dos imóveis continuou em declínio, recuando 3,2% em julho de 2007 em relação ao mesmo período de 2006. Embora o início de novas construções venha desacelerando significativamente ao longo do ano, o estoque de residências disponíveis permaneceu elevado, evidenciando o baixo volume das vendas e o retorno de unidades residenciais ao mercado. Contudo, até o início do terceiro trimestre, não existiam evidências de que o enfraquecimento do mercado imobiliário residencial sensibilizasse significativamente a atividade econômica. Nesse sentido, o setor corporativo encontrava-se, em julho, em posição bastante favorável devido à recuperação de lucros, que haviam declinado em 2006, e o nível ajustado dos estoques e a forte demanda global sugeriam continuidade do crescimento desse segmento ao longo do ano. Ressalte-se, entretanto, que, em agosto, em paralelo ao noticiário negativo vindo dos mercados financeiros, os índices de confiança do consumidor declinaram de forma significativa, evolução consistente com possível retração do consumo nos próximos períodos.

O crescimento anualizado do PIB das economias da Área do Euro e do Japão atingiu 1,4% e 0,5%, respectivamente, no segundo trimestre, ante 2,9% e 3,2% no trimestre encerrado em março. Embora o ritmo de crescimento dessas economias desacelerasse no segundo trimestre, estatísticas recentes confirmam suas trajetórias sustentadas de crescimento econômico, estimuladas pelas condições externas favoráveis e pela evolução benigna da demanda interna, com ênfase nos expressivos lucros e nos ganhos de eficiência das empresas, que se traduzem em novos investimentos.

Gráfico 4.4 – Área do Euro – PIB^{1/}



A produção industrial do Japão recuou 0,4% em julho, na margem, após registrar aumentos mensais nos dois meses anteriores. Em linha com a evolução positiva dos indicadores macroeconômicos, em julho, a taxa de desemprego recuou para 3,6% no Japão e se manteve estável em 6,9% na Área do Euro, sinalizando a manutenção dos gastos das famílias em patamar elevado. Na Área do Euro, o ICC declinou em agosto, o ICI manteve-se inalterado, e o índice geral de sentimento econômico apresentou ligeiro recuo.

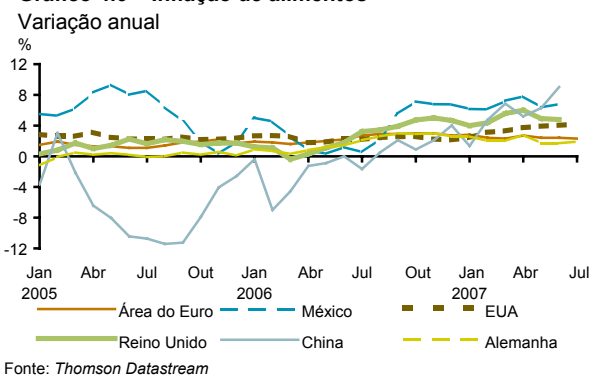
4.2 Política monetária e inflação

Gráfico 4.5 – EUA – Índice de energia



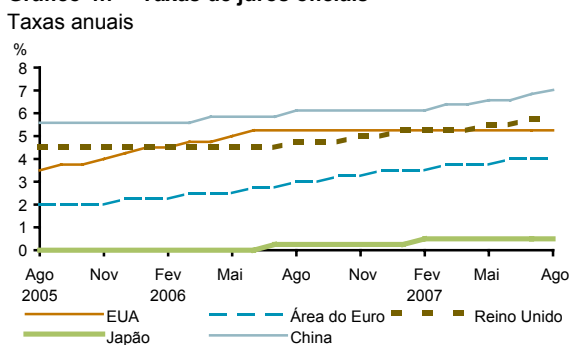
O comportamento da inflação mundial e a política monetária dos principais bancos centrais passaram por momentos distintos no segundo trimestre. Inicialmente, os preços da energia e dos alimentos voltaram a aumentar, revertendo a tendência de recuo da inflação que se esboçava. Nesse período, em que a economia global experimentou redução da taxa de desemprego, crescente utilização dos fatores de produção e limitação da oferta de *commodities* agrícolas em nível compatível com a crescente demanda global, os bancos centrais, à exceção do *Federal Reserve* (Fed) dos Estados Unidos, onde se aprofundavam os problemas no setor de hipotecas de segunda linha, assumiram posicionamento mais restritivo. Na Área do Euro, por exemplo, a ampliação das condições de liquidez e a necessidade de ancorar as expectativas inflacionárias induziram o Banco Central Europeu (BCE) a elevar a *refi rate* para 4% a.a., em junho.

Gráfico 4.6 – Inflação de alimentos



A elevação dos preços de alimentos refletiu tanto pressões de demanda associadas à ampliação do mercado consumidor nas maiores economias emergentes (Brasil, Rússia, Índia e China – Bric) e ao aumento da demanda por grãos para produção de bioenergia, em especial nos Estados Unidos e na China, quanto limitações de oferta, decorrentes de quebras de safra no sudeste asiático.

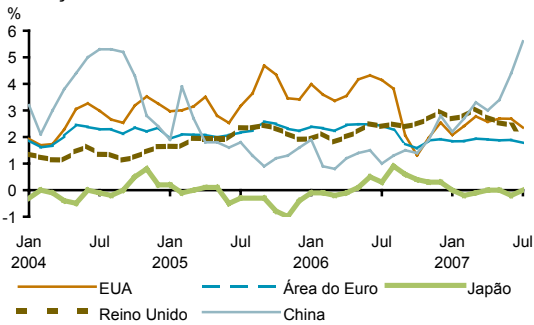
Gráfico 4.7 – Taxas de juros oficiais



A partir de meados de junho, começou a crescer a percepção de que investimentos em ativos originados no setor imobiliário norte-americano teriam ocasionado perdas de extensão e de distribuição até o momento não inteiramente conhecidas, em instituições financeiras de economias maduras. Essa situação de considerável incerteza acarretou surgimento de problemas de liquidez nos mercados interbancários. Diante desse cenário, as autoridades monetárias dos Estados Unidos, Área do Euro, Japão, Austrália, Rússia, Canadá e Suíça, entre

Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor

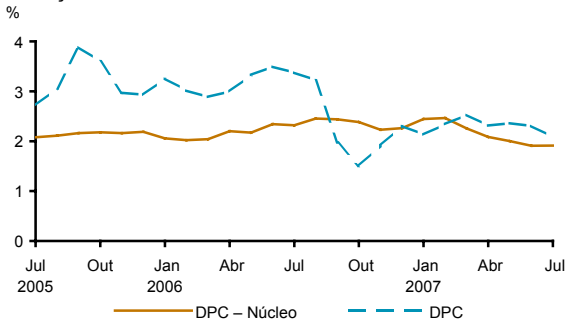
Varição anual



Fonte: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.9 – EUA – Inflação

Varição anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

outras, ampliaram suas operações de mercado aberto, objetivando injetar liquidez no sistema financeiro global e evitar que suas taxas básicas se mantivessem acima das metas pré-estabelecidas.

À exceção da China, onde o índice de preços ao consumidor acumulado em doze meses atingiu 5,6% em julho, as economias mais importantes apresentam tendência declinante da inflação, em linha com a retração dos preços da energia. Nos Estados Unidos, a variação acumulada em doze meses do núcleo das despesas pessoais de consumo manteve-se estável em 1,9% em julho, menor taxa desde março de 2004, situando-se, pela segunda vez consecutiva, no intervalo de conforto do Fed.

4.3 Mercados financeiros internacionais

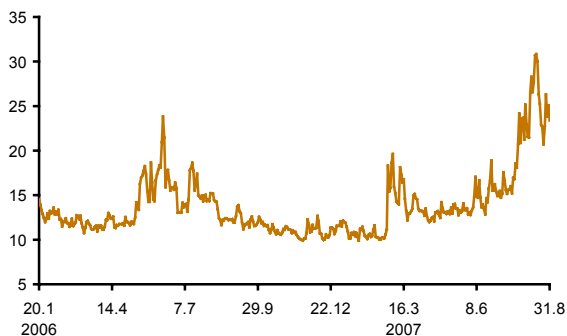
Os mercados financeiros foram bastante influenciados, no período recente, pela crise do mercado *subprime*. A combinação de padrões menos rígidos na concessão de novos empréstimos, maior relação empréstimos/valor do imóvel e redução no valor das residências tem contribuído, desde o terceiro trimestre de 2005, para aumento na inadimplência dos financiamentos imobiliários concedidos nos Estados Unidos. A situação é especialmente preocupante nos empréstimos concedidos com taxas de juros variáveis *Adjustable-Rate Mortgage (ARM)*, em especial, no chamado segmento *subprime*, destinado a pessoas com dificuldades de comprovação de renda e histórico de crédito favorável.

Desde o início de 2007, alerta-se para os riscos derivados de um expressivo aumento da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano. A leitura até então dominante vinha sendo a de que haveria um impacto limitado sobre o mercado financeiro, concentrado, em especial, sobre o próprio setor imobiliário, mas sem perspectiva de contaminar os demais segmentos das economias norte-americana e mundial. A seqüência de eventos foi, entretanto, consideravelmente mais complexa.

Em 15 de junho último, a *Moody's* reduziu a avaliação de 131 ativos lastreados em empréstimos hipotecários *subprime* e colocou sob revisão outros tantos. Desde então, diversos eventos contribuíram para que a crise envolvesse o mercado financeiro, com prejuízos para bancos e fundos de investimentos, por estarem comprados em ativos lastreados nos créditos hipotecários *subprime*. Em 24 de julho, a *Countrywide*, importante companhia

norte-americana de empréstimo imobiliário, reportou redução nos seus lucros, estimulando investidores a se desfazerem de ativos de maior risco em busca de papéis considerados mais seguros. Adicionalmente, informações a respeito da suspensão temporária de operações de resgates de quotas em fundos de investimentos, sob o argumento de que os preços encontravam-se sem referencial, e sobre prejuízos de bancos relacionados à exposição àquele tipo de ativos tornaram-se mais frequentes. A assimetria de informação conduziu as taxas de empréstimo do interbancário a patamares elevados, obrigando diversos bancos centrais a injetarem liquidez no sistema, sob o argumento de promover o funcionamento ordeiro do mercado financeiro. Em 17 de agosto, o Fed aprovou, temporariamente, a redução da taxa de juros para empréstimos em sua janela de desconto em 50 pontos-base, para 5,75%, e ampliou de 1 para 30 dias o compromisso de revenda dos papéis aceitos como garantia. A sinalização dada pelos principais bancos centrais, de que adicionariam liquidez para regularizar o sistema, arrefeceu o nervosismo existente, com os mercados, passando a funcionar com mais tranquilidade, porém com volatilidade ainda elevada para os padrões dos últimos anos. De fato, até a segunda semana de setembro, persistiam evidências de assimetria no acesso ao crédito interbancário nas economias maduras.

Gráfico 4.10 – VIX

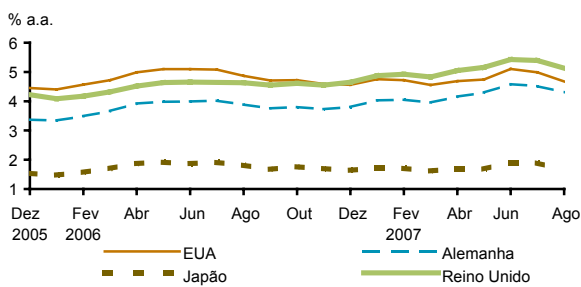


Fonte: Bloomberg

Nesse contexto, no trimestre compreendido entre 1º de junho e 31 de agosto, o índice de volatilidade *Chicago Board Options Exchange (VIX)*, que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's 500 (S&P 500)*, considerado um indicador da aversão ao risco por parte dos investidores, oscilou em patamar expressivamente superior ao verificado no trimestre encerrado em maio, atingindo médias de 19,2 e 13,8 pontos, respectivamente, a partir dos valores de fechamento diário. A volatilidade máxima ocorreu em 16 de agosto, quando o VIX situou-se 141% acima do valor mínimo, registrado em 1º de junho. O desempenho do indicador no trimestre encerrado em agosto evidenciou elevação da volatilidade a partir de 23 de julho, e a média do índice atingiu 15,3 pontos até esse dia e 24,2 pontos no período de 24 de julho a 31 de agosto. O VIX alcançou 23,4 pontos no final de agosto.

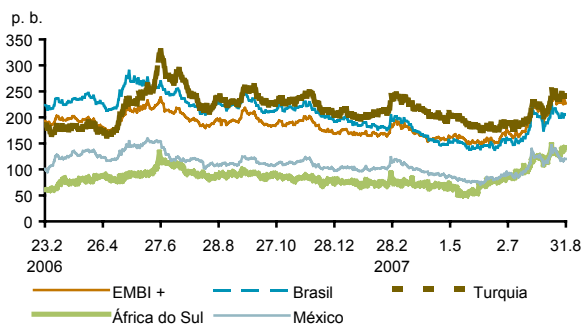
O foco dado no início de junho à preocupação com pressões inflacionárias e à conseqüente expectativa de políticas monetárias mais restritivas favoreceu o movimento de alta nos juros dos papéis governamentais de dez anos da Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos até o início de julho. Entre 31 de maio e 12 de

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



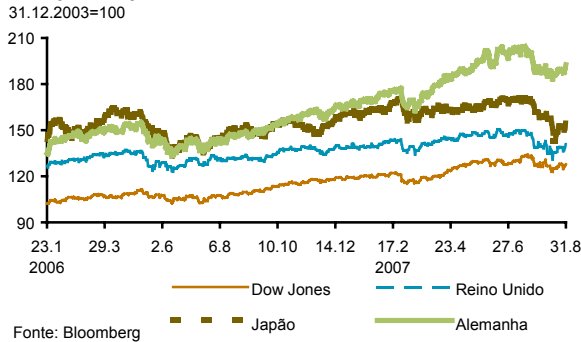
Fonte: Bloomberg
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 31 de agosto de 2007.

Gráfico 4.12 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



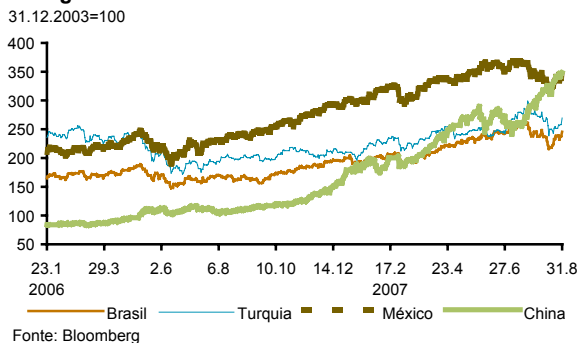
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

junho, o rendimento anual do papel norte-americano passou de 4,89% para 5,29%, reduzindo, em seguida, para 4,99% em 2 de julho e retornado para 5,18% em 6 de julho. Movimento semelhante foi observado nos demais países. Entretanto, desde essa data, as curvas de juros dos papéis governamentais passaram a ser influenciadas pelo movimento de fuga para qualidade, em razão do aumento da percepção de risco derivada da turbulência no mercado financeiro internacional. Os preços dos títulos governamentais subiram, e os rendimentos anuais reduziram. Em 31 de agosto, o retorno anual dos títulos da Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos atingiram 4,24%, 1,61%, 5,04% e 4,53%, respectivamente, taxas próximas às mínimas observadas durante todo o período, em cada país.

A maior percepção de risco também se refletiu no Embi+, indicador de risco associado a mercados emergentes, que apresentou trajetória semelhante à do índice VIX. De 1º de junho a 31 de agosto, a média do Embi+ situou-se em 188 pontos, com alta concentrada no período posterior a 23 de julho, cuja média atingiu 220 pontos, ante 165 pontos no trimestre encerrado em maio, quando prevaleceu a redução do indicador. Na comparação ponta a ponta, o Embi+ aumentou 75 pontos básicos, alcançando 227 pontos em 31 de agosto. O Embi+ associado ao Brasil, que tem se situado, desde meados de abril, em patamar inferior à média dos indicadores dos países emergentes, apresentou média de 173 pontos no trimestre encerrado em agosto, registrando 206 pontos no final do período, com alta de 45% em relação ao final de maio. Nesse mesmo tipo de comparação, os Embi+ da Turquia, África do Sul e México registraram, nessa ordem, aumentos de 34%, 97%, e 60%.

As bolsas de valores também refletiram o aumento da percepção de risco, registrando, com exceção da bolsa chinesa, baixas acentuadas de 24 de julho a 17 de agosto. Neste período, os índices *Dow Jones*, dos Estados Unidos, *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha, e *Nikkei*, do Japão, registraram, nessa seqüência, recuos de 7,9%, 11,6%, 8,5% e 15%, e, considerando o trimestre encerrado em agosto, reduções de 2%, 4,8%, 3,1% e 7,3%.

Em relação aos países emergentes, assinala-se o desempenho do índice Xangai Composto, da China, que aumentou 27% no trimestre e 13,1% durante o período mais crítico da turbulência nos mercados financeiros. Os índices *Índice de Precios y Cotizaciones* (IPC), do México,

Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval), da Argentina, *JSE All Share Index* (Jalsh), da África do Sul, *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia, e Ibovespa, do Brasil, registraram perdas de 13,6%, 20,4%, 13%, 20% e 17,3%, respectivamente, de 24 de julho a 16 de agosto. No trimestre, as bolsas do México e da Argentina apresentaram perdas de 3,3% e 8,1%, respectivamente, e as da África do Sul, Brasil e Turquia, valorizações respectivas de 0,1%, 4,5% e 6,6%.

A cotação das moedas das principais economias também esteve influenciada pela crise do mercado de crédito imobiliário norte-americano. No período crítico, a venda generalizada de ativos considerados de mais risco favoreceu a apreciação do dólar norte-americano ante as outras moedas, excetuando-se o iene, que se constitui na principal moeda financiadora das estratégias de carregamento, operações desfeitas em momentos considerados de mais risco, o que proporciona, portanto, nessas ocasiões, forte demanda pela moeda japonesa. No período de 24 de julho a 16 de agosto, o dólar se apreciou em relação à libra esterlina, 3,9%, e ao euro, 2,8%, e se depreciou 6% em relação ao iene. Considerando as posições de final de agosto e de maio, o dólar registrou depreciações respectivas de 1,8%, 1,3% e 4,9%.

As cotações das moedas dos países emergentes foram afetadas de forma mais acentuada pela turbulência nos mercados financeiros, tendo em vista que, até o início da crise, esses países receberam expressivas somas de recursos provenientes de investidores estrangeiros para aplicações em ativos financeiros locais. O aumento da percepção de risco e a consequente realização de lucros com a chamada fuga para qualidade propiciaram o retorno de parte daquelas aplicações para o exterior, com a consequente saída de divisas. De 24 de julho a 16 de agosto, a moeda norte-americana se apreciou 11,6% em relação ao real brasileiro, 11,1% ante a lira turca e 9,6% comparativamente ao *rand* sul-africano. De 17 a 31 de agosto, o movimento no mercado cambial se inverteu novamente, com apreciação das moedas da África do Sul, do Brasil e da Turquia, nessa ordem, de 4,4%, 4,4% e 6,2% ante o dólar. No trimestre, o dólar apreciou em relação ao *rand*, 0,4%, e ao real, 2,2%, e depreciou 1,2% em relação à lira turca.

Na China, as restrições impostas ao movimento de capitais, o forte superávit da balança comercial e a existência das bandas cambiais resultaram em comportamento distinto do *renmimbi* em relação ao das moedas dos demais países

Gráfico 4.15 – Cotações do dólar

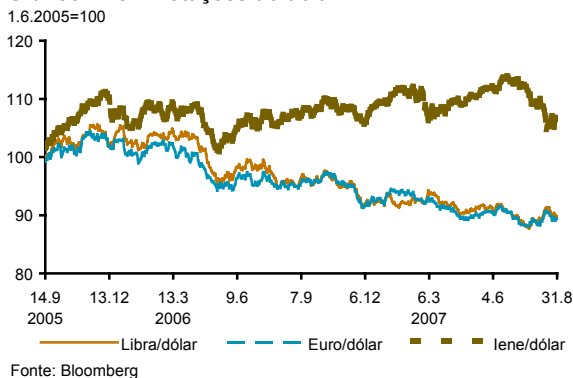


Gráfico 4.16 – Moedas de países emergentes

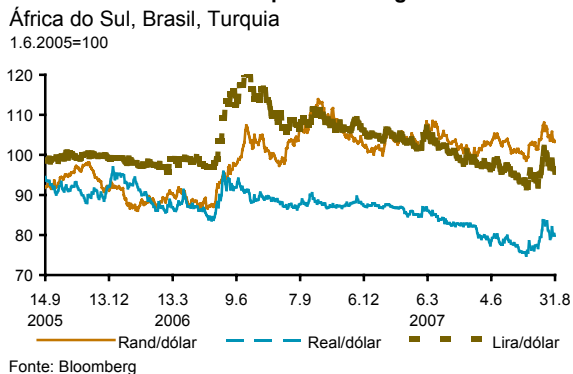
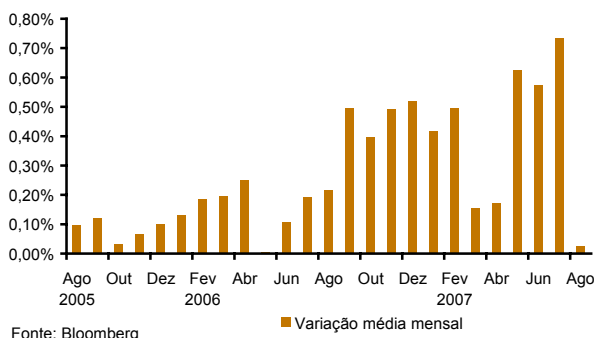


Gráfico 4.17 – Valorização média mensal do renmimbi ante o dólar



emergentes. De 24 de julho a 16 de agosto, a moeda chinesa se depreciou apenas 0,6% em relação à moeda norte-americana, mantendo, no trimestre, a trajetória de apreciação ante o dólar. Considerando as cotações médias dos trimestres encerrados em agosto e em maio e as cotações do último dia de cada trimestre, o *renmimbi* apreciou 1,5% e 1,4%, respectivamente, em relação ao dólar norte-americano.

4.4 Comércio mundial

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), o comércio mundial crescerá 7,1% em 2007 ante 9,4% em 2006. Assinale-se, entretanto, que esse desempenho robusto poderá ser atenuado caso as turbulências provocadas pela crise no segmento *subprime* norte-americano reduzam o ritmo esperado de crescimento da economia mundial.

As exportações dos Estados Unidos continuaram crescendo de forma acentuada, beneficiadas pelo estímulo derivado das outras economias. O crescimento das exportações tem reduzido o desequilíbrio comercial do país, sem que os fluxos comerciais apresentem retração significativa. Em junho, o deficit comercial recuou 1,7%, em relação a maio, totalizando US\$58,1 bilhões, resultado de acréscimos de 1,5% nas exportações e de 0,5% nas importações, que totalizaram US\$134,5 bilhões e US\$192,6 bilhões, respectivamente.

O superávit comercial da Área do Euro atingiu €7,8 bilhões em junho, ante €1,7 bilhão em maio e €1,6 bilhão em junho de 2006. No primeiro semestre do ano, as exportações da região aumentaram 9%, e as importações, 4%, totalizando €128,3 bilhões e €120,5 bilhões, respectivamente.

Em junho, o governo chinês anunciou reduções nas isenções tributárias sobre exportação de mais de dois mil produtos a partir de 1º de julho, com o objetivo de diminuir o crescimento do superávit comercial. De acordo com a Comissão Nacional de Reforma e Desenvolvimento, o superávit comercial da China deverá oscilar entre US\$250 bilhões e US\$300 bilhões em 2007, ante US\$177,5 bilhões no ano anterior. Em julho, o superávit comercial da China atingiu US\$24,4 bilhões, apresentando redução de 10,4% em relação a junho e aumento de 67% comparativamente a julho de 2006. O superávit comercial acumulado de janeiro a julho atingiu US\$136,8 bilhões, elevando-se 81% em relação ao mesmo período de 2006.

Gráfico 4.18 – EUA – Saldo comercial acumulado em 12 meses

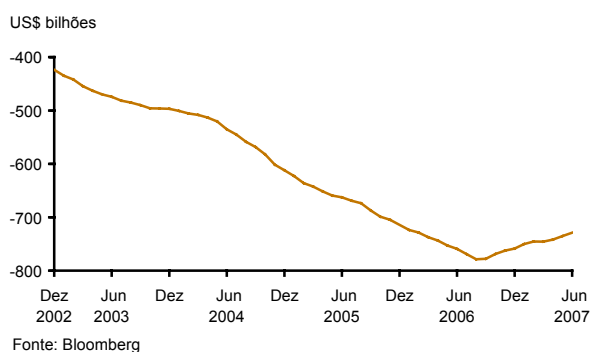


Gráfico 4.19 – Japão e Área do Euro – Saldo comercial acumulado em 12 meses

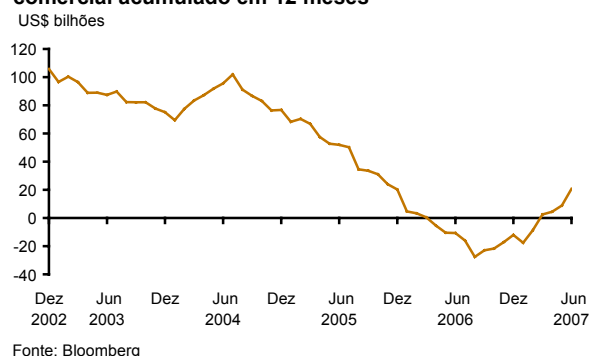
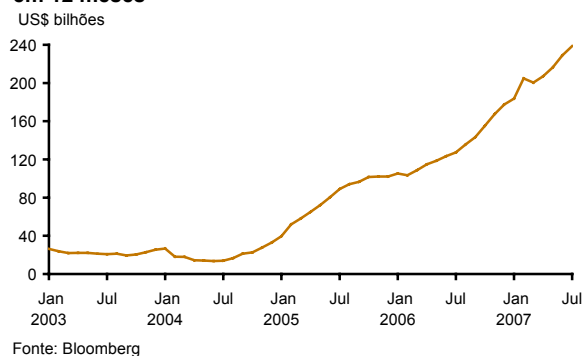
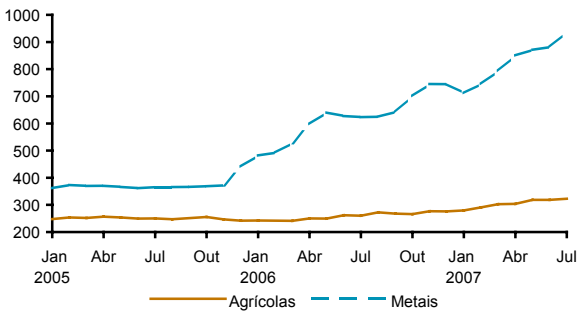


Gráfico 4.20 – China – Saldo comercial acumulado em 12 meses



4.4.1 Commodities

Gráfico 4.21 – Índice CRB de preço de commodities
1995 = 100



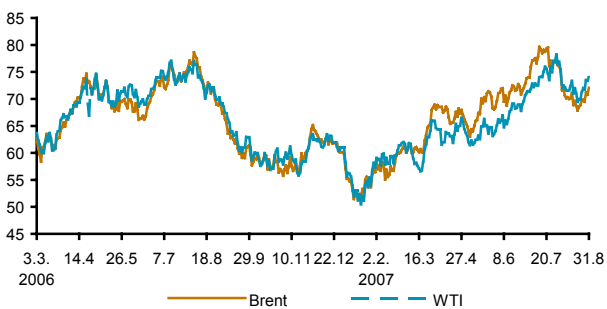
Fonte: Commodity Research Bureau (CRB)

Os preços internacionais das *commodities* também foram contaminados pelo nervosismo associado ao mercado de crédito norte-americano. A redução registrada em suas cotações, no auge da crise, refletiu as liquidações de posições compradas de fundos e especuladores nesse mercado. Cabe registrar que diversas *commodities* vêm sendo utilizadas como parte das estratégias de investimento de instituições financeiras, o que tende a ampliar a correlação de seus preços com ativos financeiros mais tradicionais.

As *commodities* metálicas apresentaram forte volatilidade entre 24 de julho e 31 de agosto, registrando-se recuos nas cotações do zinco, 16,6%; alumínio, 10,3%; níquel, 8%; e cobre, 6,3%. Os preços das *commodities* agrícolas foram menos pressionados nesse período, registrando-se reduções nas cotações de cacau, 13,1%; açúcar, 7%; e algodão, 4,5%; e elevação nas relativas a trigo, 20,8%; milho, 9,2%; e soja, 4,4%.

4.4.1.1 Petróleo

Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado à vista
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

O preço do barril de petróleo tipo *Brent*, no mercado *spot*, recuou 1% entre o final de junho e de agosto, quando alcançou US\$72,06, após atingir US\$79,64 em 13 de junho. Em agosto, as cotações apresentaram tendência declinante, mesmo em contexto de aumento da demanda internacional e de oferta comprimida da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Em setembro, essa tendência se reverteu, e os preços voltaram para cerca de US\$80,00 por barril.

O mercado futuro de petróleo tem apresentado volatilidade acentuada ao longo do ano. Os contratos futuros negociados em 31 de julho cotavam o barril tipo *Brent*, para entrega em dezembro de 2007, a US\$76,29, e em 31 de agosto o valor do contrato com aquele vencimento atingia US\$72,09.

4.5 Conclusão

Os riscos à expansão econômica global se elevaram em consequência, principalmente, do possível impacto do enfraquecimento dos mercados financeiros mundiais sobre as despesas de consumo. Ressalte-se que a economia norte-americana desempenha papel central na determinação do ritmo de crescimento econômico

mundial, embora com preeminência decrescente. Os efeitos colaterais das dificuldades do setor imobiliário sobre a oferta de crédito e a riqueza das famílias podem ocasionar intensificação da desaceleração nos EUA. Assim sendo, é nítido que o desempenho das economias européia e asiática serão cruciais para mitigar os efeitos de possíveis desenvolvimentos desfavoráveis nos EUA. Cabe notar que parcela representativa dos países emergentes apresenta orçamentos fiscais equilibrados, inflação relativamente contida e reservas internacionais confortáveis, o que atua como amortecedor ante possível desaceleração maior nos Estados Unidos.

Em um momento de ampliada incerteza, em que coexistem elevada utilização da capacidade instalada e expectativas de recrudescimento das pressões de preços agrícolas, os bancos centrais enfrentam uma tarefa difícil. Devem, ao mesmo tempo, impedir agravamento sistêmico na redução da oferta de crédito, que ocorreria caso as dificuldades do mercado interbancário se intensificassem, ancorar as expectativas inflacionárias, não permitir a ampliação do risco moral e preservar sua credibilidade no combate à inflação. A expectativa é que, superada a crise financeira, a postura das autoridades monetárias se torne mais restritiva, e, no caso do Japão e Área do Euro, que seja retomado o ciclo de alta de juros.

Em curto prazo, persistirá alto grau de incerteza residual nos mercados, com predomínio das preocupações relativas tanto ao *subprime* e a temas mais abrangentes do setor de crédito nos Estados Unidos quanto ao impacto da evolução desse segmento sobre a liquidez das instituições financeiras na determinação do sentimento dos mercados em relação ao cenário macroeconômico, que, de resto, também se tornou mais incerto.

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>