

14 jul 2008

Nº 50

A crise do *Subprime* ainda não acabou

Por Ernani Teixeira Torres Filho
Gilberto Rodrigues Borça Júnior
Superintendente e economista da APE

**Perdas já
anunciadas
chegam aos
US\$ 400 bilhões
e tendem a
aumentar**

A crise financeira internacional está completando um ano. A data exata de seu início está, no entanto, sujeita à controvérsia. Muitas vezes, está associada à decisão inesperada de o maior banco francês, o BNP-Paribas, em 9 de agosto de 2007, suspender os resgates de três grandes fundos imobiliários sob sua administração. Essa atitude gerou a 1ª onda de pânico nos mercados financeiros, forçando os Bancos Centrais a intervirem para evitar uma crise de proporções sistêmicas.

Entretanto, outros eventos ocorridos poucos meses antes, apesar de terem causado menor impacto glo-

bal, podem também ser considerados como marco inicial da crise. É o caso, em particular, da falência, em abril de 2007, da New Century Financial Corporation - o segundo maior credor de hipotecas do tipo *subprime* dos EUA.

Independente da data inicial, o importante é observar que a crise, desde então, atravessou momentos distintos. O melhor modo de marcá-los é acompanhar a evolução do comportamento do FED - Banco Central americano - diante dos acontecimentos. Em maio de 2007, aos primeiros sinais de turbulência, Ben Bernanke, presidente da instituição, afirmava que: "(...) o efeito dos problemas no seg-

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

mento subprime sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos conseqüências significativas (...) para o resto da economia ou do sistema financeiro". Assim, na sua visão inicial, o impacto da crise do *subprime* no mercado financeiro e na economia norte-americana como um todo seria bastante limitado.

Entretanto, 4 meses depois, Bernanke já demonstrava apreensão. Em agosto, alertava que: "(...) vários eventos que se seguiram à crise do *subprime* levaram os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se pensava anteriormente (...). A liquidez foi reduzida significativamente e as taxas de risco (*spreads*) aumentaram (...)".

A crise atingiu seu auge em março de 2008, com a quebra do 5º maior banco de investimento americano, o Bear Stearns. Nessa oportunidade, não só o diagnóstico, mas principalmente a atitude do FED, sofreu uma profunda modificação. Surpreendentemente, o Banco Central americano, em uma mudança de atitude gestada durante um fim-de-semana, assumiu US\$ 30 bilhões de créditos do Bear Stearns, evitando sua falência e facilitando sua aquisição pelo JP Morgan Chase. Esse fato representou uma alteração dramática no marco regulatório do sistema financeiro norte-americano. O

Bear Stearns, por se tratar de um banco de investimento - e não de um banco comercial - não estava formalmente sob a jurisdição do FED, mas mesmo assim foi o objeto da intervenção.

Essa atitude, aliada à decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano, afastou as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise. Tal fato foi, posteriormente, reforçado pelo crescimento revisado do PIB de 0,9% da economia americana no 1º trimestre de 2008¹. Diante disso, o Secretário do Tesouro, Henry Paulson e importantes colunistas internacionais – como Paul Krugman (New

York Times) e Anatoli Kaletski (The Times) – sentiram-se confortáveis para

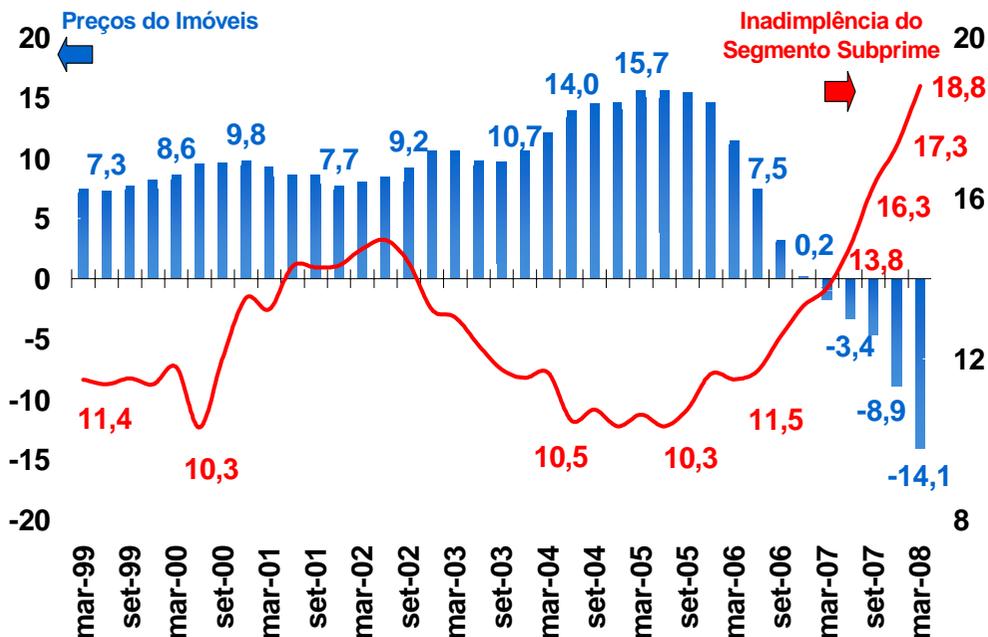
No início da crise, Bernanke previa efeitos limitados, mas em agosto de 2007 já admitia que os problemas poderiam ser mais graves

anunciar, ao longo do mês de maio de 2008, que o pior da crise financeira já havia passado. No entanto, no início de junho, esse otimismo foi abalado pelos rumores de que, de novo, outro grande banco de investimento americano – dessa vez o Lehman Brothers - enfrentava dificuldades.

Diante desse cenário, Visão do Desenvolvimento volta a abordar a crise financeira internacional. Nesse número, nosso objetivo é mostrar que, além aumento dos créditos “podres” do *subprime*, há dois outros fatores alimentando a crise financeira: a queda nos preços de diferentes tipos de ativos e, a baixa liquidez no mercado interbancário norte-americano.

¹ Os dados preliminares indicavam um crescimento de 0,6% no 1º trimestre de 2008.

Gráfico 1: Variação dos Preços dos Imóveis Residenciais e da Taxa de Inadimplência do Segmento *Subprime*



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bloomberg

A evolução recente dos prejuízos com o *Subprime*

Em janeiro de 2008, publicamos um texto intitulado “Entendendo a Crise do *Subprime*” sobre os motivos que levaram ao “estouro” da bolha no mercado imobiliário americano (Visão do Desenvolvimento n° 44). Como esses elementos ainda são atuais, iremos, nesse item, nos ater apenas aos dados mais recentes da crise.

Até o final de maio de 2008, os prejuízos trazidos a público por instituições financeiras, decorrentes da crise do *subprime*, alcançavam quase US\$ 380 bilhões. Apesar de afetar inúmeras instituições, as perdas estavam concentradas em grandes bancos in-

ternacionais. Basta observar que três das mais afetadas – Citibank, UBS e Merrill Lynch – respondiam por mais de US\$ 100 bilhões das perdas declaradas, ou seja, mais de 30% do montante até aqui anunciado.

Esses prejuízos foram, em alguma medida, compensados pelo aporte de capital feito por importantes investidores institucionais, dentre os quais estão os fundos soberanos. De fato, as desvalorizações das ações desses bancos – no caso do Citibank essa perda chega a mais de 60% relativamente às cotações de julho de 2007 – tornaram esses aportes mais atrativos.

A expectativa é de que esses valores continuem aumentando nos próximos meses. As projeções mais realistas

mostram que os prejuízos podem chegar a atingir US\$ 600 bilhões. Surpreendentemente, o Fundo Monetário Internacional (FMI), usualmente um organismo de opiniões conservadoras, foi autor de uma das estimativas mais pessimistas até agora registradas: perdas de até US\$ 1 trilhão.

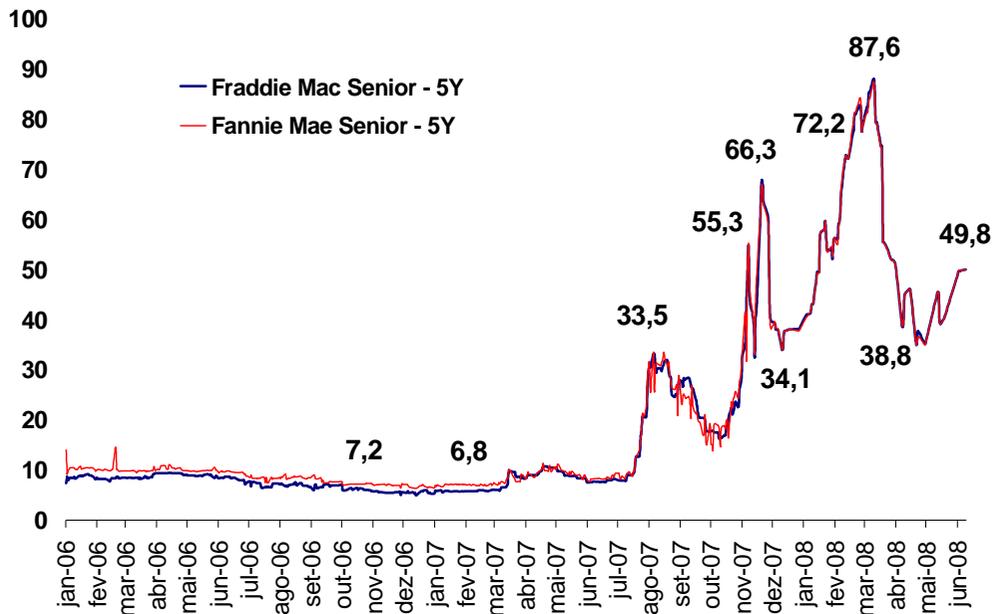
A queda dos preços dos ativos

Uma característica importante dos prejuízos das instituições financeiras, até agora revelados, é que apenas uma parte pequena, estimada em 10%, refere-se a créditos insolventes. O restante estaria associado à desvaloriza-

ção de índices financeiros que são usados para calcular o valor de mercado dos ativos dessas instituições.

Parte dessas perdas está relacionada ao atual momento do próprio mercado imobiliário norte-americano. O Gráfico 1 mostra a evolução dos preços dos imóveis em 20 regiões metropolitanas dos EUA – mensurada pelo índice Case Shiller. Pode-se ver que, em março de 2008, a desvalorização acumulada em 12 meses dos imóveis residenciais americanos chegou a 14,1%. Esse processo ainda está longe de terminar. O aumento contínuo da taxa de inadimplência é um sinal importan-

Gráfico 2: Evolução do Spread sobre os Títulos de 5 anos do Tesouro americano dos créditos garantidos pelo Freddie Mac e Fannie Mae (em pontos básicos)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bloomberg

te de que essa tendência ainda deve perdurar.

A desvalorização de ativos não se limitou, apenas, ao mercado imobiliário, mas também, vem se estendendo, ao mercado de crédito e às bolsas de valores. Esse fenômeno pode ser percebido pelo movimento das taxas de captação de instituições financeiras que contam com garantias implícitas do governo federal americano - no caso a Fannie Mae e a Freddie Mac. Ambas operam há décadas, oferecendo créditos e garantias imobiliárias a famílias de classe média e baixa nos EUA. Atualmente, administram carteiras que envolvem cerca de US\$ 4 trilhões.

Como se pode ver no Gráfico 2, tradicionalmente, essas institui-

ções captavam recursos, pagando, em média, 0,075% a.a. a mais que as taxas pagas pelo Tesouro americano. Contudo, desde o início da crise, esse custo subiu muito, chegando a atingir 0,88% a.a. - ou seja, quase 12 vezes mais. A despeito de tanto a Fannie Mae quanto a Freddie Mac estarem envolvidas com o segmento imobiliário o risco dessas instituições não mudou por causa da crise, uma vez que suas obrigações continuam a ser, em última instância, garantidas pelo governo dos Estados Unidos.

O aumento do custo de captação dessas instituições teve como contrapartida a redução do valor de mercado de seus títulos. Em consequência, financiadores do Fannie Mae

e Freddie Mac foram obrigados a registrar prejuízos elevados nessas aplicações, apesar de esses ativos continuarem a ser de muito boa qualidade. Pelo mesmo motivo, as ações dessas empresas despencaram. No caso da Fannie Mae, passaram de cerca de US\$ 70,00/ação em julho de 2007 para menos de US 30,00/ação no início de junho de 2008.

O problema de liquidez dos bancos

Se não há aumento do risco da Fannie Mae e da Freddie Mac, por que suas taxas de captação subiram tanto? A resposta a essa pergunta aponta

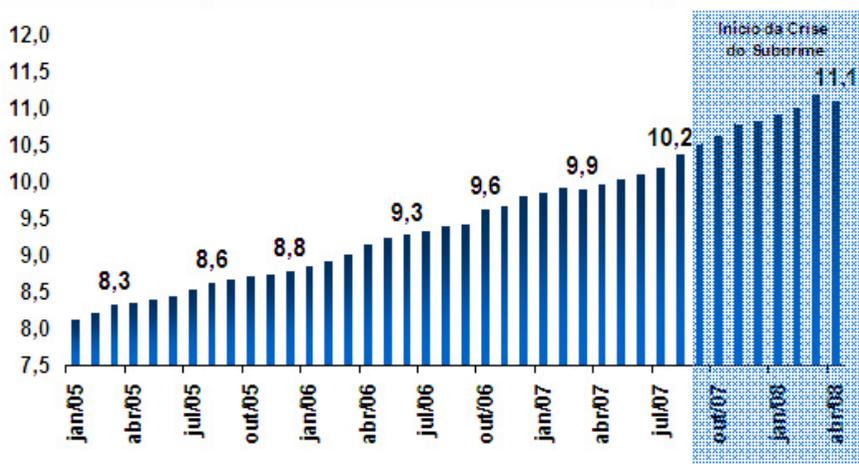
para o último fator determinante da crise em curso: o problema

Prejuízos fizeram com que bancos passassem a fazer maiores exigências de cadastro e garantias para emprestar, restringindo ainda mais o crédito

de liquidez dos bancos. Como os créditos dessas financiadoras imobiliárias podem ser facilmente vendidos, muitos bancos e fundos que precisavam de dinheiro se desfizeram dessas posições. Com isso, o preço de mercado desses papéis se reduziu e, conseqüentemente, as taxas de juros se elevaram.

Para entender melhor esse aspecto da crise é interessante observar o que está ocorrendo com os ativos dos bancos americanos e do FED. Como se pode ver no Gráfico 3, o volume total de créditos dos bancos comerciais norte-americanos, entre agosto de 2007 e maio de 2008, passou de US\$ 10,3 trilhões para US\$ 11,1 trilhões, ou seja, um aumento de quase 10%.

Gráfico 3: Evolução dos Ativos dos Bancos Comerciais Americanos
(dados mensais até abril/08 - US\$ Trilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FED

Esse dado parece, à primeira vista, paradoxal. Como foi dito anteriormente, os bancos estão registrando prejuízos cada vez maiores e, por isso, vêm recorrendo a novos aportes de capital. Em consequência, a realidade do crédito bancário americano é hoje muito mais restritiva: há exigências maiores de cadastro e de garantias. Ao mesmo tempo, importantes financiadores dos bancos no curto prazo – como os *money market funds* – reduziram suas aplicações nessas instituições. Se os bancos americanos estão com problemas de capital e de liquidez – e, por isso, foram objeto de vultosas injeções de recursos por parte do FED – como se pode explicar o aumento de suas operações de crédito?

Uma parte desse fenômeno deve-se a decisões tomadas anteriormente à crise. Como foi explicado no Visão do Desenvolvimento nº 44, os bancos ha-

viam transferido a fundos e empresas de propósito específico parte dos créditos imobiliários que haviam originado. Tais operações visavam reduzir as exigências mínimas de capital a que as instituições bancárias estão sujeitas e, simultaneamente, diminuir o custo de sua captação. Com a crise, os bancos foram obrigados a assumir uma parte dos créditos que haviam sido securitizados, aumentando seus ativos.

Além disso, várias dessas instituições já haviam se comprometido com novos financiamentos, que esperavam colocar, posteriormente, junto ao mercado de capitais. Com a crise, os investidores desapareceram, fazendo com que os bancos tivessem que manter tais créditos em carteira.

As dificuldades daí decorrentes levaram às crescentes intervenções dos Bancos Centrais nos mercados, tanto

nos EUA como na Europa. Entretanto, diferentemente do que prescrevem os livros-texto de economia, os bancos centrais não atuaram comprando títulos públicos de bancos comerciais para ampliar, via multiplicador bancário, a liquidez da economia.

Como mostra o Gráfico 4, o ativo total do FED ao longo da crise, praticamente, se manteve estável, passando de US\$ 909 bilhões em abril de 2007 para US\$ 923 bilhões em maio de 2008. Houve, no entanto, uma notável mudança em sua composição. Nesse mesmo período, a participação dos títulos do Tesouro Americano (U.S. Treasury) reduziu-se de 87% para 54,5%, enquanto a participação dos créditos do setor privado, formado inclusive por hipotecas de 30 anos, aumentou de 3% para, aproximadamente, 30%.

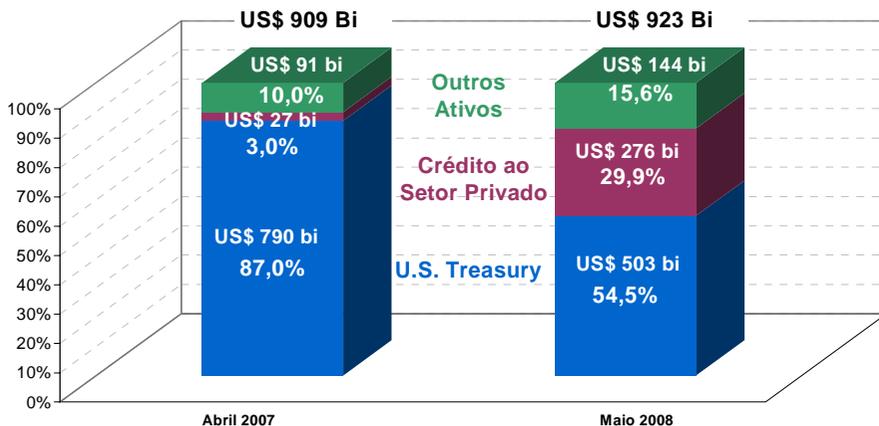
Assim, o que o FED fez foi aumentar a liquidez dos ativos dos bancos americanos, trocando hipotecas de longo

prazo por títulos públicos, permitindo, assim, que essas instituições pudessem compensar parte dos recursos que foram sacados pelos fundos de investimento. O problema é que essa troca de ativos, por ser um mecanismo de liquidez, tem, formalmente, a duração de 28 dias. Ao final desse período, o FED pode, unilateralmente, decidir desfazê-la. Mesmo com a garantia da Autoridade Monetária americana de que manterá essas renovações enquanto perdurar a crise, os investidores – em particular os *money market funds* – ainda estão reticentes em voltar a aplicar seus recursos nos bancos por prazos superiores a 1 mês.

Conclusões e perspectivas

Apesar do otimismo de membros do governo americano e de importantes columnistas especializados, a crise do *subprime* continua em marcha. Seu es-

Gráfico 4: Composição do Ativos Total do FED
US\$ bilhões



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FED

topim foi o aparecimento dos créditos “podres” do mercado imobiliário americano, que estavam, até então, “escondidos” em mecanismos complexos e pouco transparentes de securitização de créditos - como os Fundos do tipo CDO (*Collateral Debt Obligation*) e as Empresas de Propósito Específico (SIVs - *Structured Investment Vehicules*). Esse fenômeno foi, em boa medida, uma consequência esperada do processo de aumento das taxas de juros nos Estados Unidos. Como se pôde observar nos pronunciamentos do presidente do FED, a surpresa das autoridades americanas foi a gravidade do problema, já que consideravam o *subprime* um fenômeno localizado, de pequena dimensão e, por conseguinte, que teria curta duração.

Nesse sentido, a gestão da crise financeira americana lembra o estouro da bolha imobiliária japonesa de 1989. A exemplo dos EUA, o Banco Central japonês aumentou as taxas de juros para reduzir o processo especulativo que alimentava o preço das residências e, do mesmo modo que o FED, foi surpreendido pela gravidade da crise que se seguiu. No exemplo japonês, todos os grandes nacionais chegaram a estar tecnicamente falidos e há quase duas décadas a economia local cresce muito pouco.

A despeito dessas semelhanças, não há sinais de que problema econômico americano venha a adquirir dimensões “japonesas”. Até o momento, o pragmatismo das autorida-

des dos EUA e da Europa impediu que a crise em curso comprometes-se seriamente o funcionamento, tanto da economia americana quanto da internacional. Mesmo assim, pode ser um pouco cedo para afirmar que “o pior já passou”.

Se o problema dos créditos *subprime* parece já não ser o ponto central do processo, ainda estão em operação dois outros determinantes importantes: a deflação dos ativos e a baixa liquidez dos bancos. Esses fenômenos geram graves limitações ao funcionamento dos mercados de crédito. Enquanto não for possível ter segurança sobre o valor das residências, ações e títulos privados, os investidores tenderão a se manter retraídos. Do mesmo modo, enquanto o problema da “liquidez de médio prazo” dos bancos – superior a 28 dias – não estiver definitivamente sanado, a tensão continuará a bloquear o crédito.

De qualquer modo, já há, ao menos, duas lições importantes. A primeira é que o arcabouço regulatório em uso e em discussão – Basileia I e II – precisa ser repensado, particularmente no que diz respeito à capacidade de auto-regulação do mercado. A segunda é que, para países como o Brasil, cujas economias estão em processo de aceleração do crescimento, a crise mostra que são elevados os riscos de se voltar a depender em demasia de fundos externos para financiar os projetos de investimentos em curso.

