

O desembarque da crise no Brasil: 10 ideias

Gustavo H. B. Franco

Qualquer que seja a natureza da crise externa, convém não esquecer que, até prova em contrário, a crise não é nossa, e que os choques externos todos se parecem. Lembrar, porém, que os choques externos são “temáticos” e a área sensível, desta vez, é o sistema bancário. A este respeito deve se observar, desde logo, que: (i) o Brasil vem de uma tradição de “sobre-regulação” (repressão) de mercados financeiros; (ii) as empresas brasileiras são historicamente sub-alavancadas, e (iii) como entramos na crise com claros sinais de super-aquecimento, é difícil pensar em políticas anti-cíclicas sem invocar uma reflexão sobre relógios parados, que assinalam a hora certa duas vezes ao dia pelas razões erradas.

A discussão sobre o desembarque da crise no Brasil é, portanto, sobre “**canais de transmissão**” no âmbito dos quais é de se perguntar se **fraquezas e excessos locais** podem facilitar a entrada ou mesmo conferir feição própria aos ventos gelados vindos do Norte. A experiência mostra que há crises “próximas”, geográfica e conceitualmente (México 1994) mas de pouca ressonância; outras mais “distantes” (Rússia & LTCM 1998) e de efeito avassalador. Esta nota trata dos primeiros sinais de contaminação associados à chegada da crise e identifica alguns enredos para a crise e sugestões para a prevenção.

Excessos no crédito? Embora o forte crescimento do crédito nos últimos anos seja o primeiro suspeito quando se trata de excessos, não creio que seja o caso em razão de: (i) o saneamento prévio do qual resultou um certo *overkill* regulatório e de requisitos prudenciais; (ii) a regulação bancária não se mostrou “pro cíclica”, ao menos em bancos comerciais, a se julgar pelo forte crescimento dos depósitos compulsórios até setembro e pelas elevações de padrões de concessão de crédito feitas pelos próprios bancos; (iii) a parte

mais exuberante da expansão do crédito foi na categoria “pessoa física”, e nesse grupo, de “crédito consignado”, que é menos “cíclico”; e (iv) onze bancos de médio porte tornaram-se companhias abertas cada qual acrescentando R\$ 1,0 bilhão em média a seu capital, permitindo considerável grau de conforto para a expansão de seus ativos.

Isto não obstante, a crise internacional desembarcou no mundo bancário através de um crescimento da aversão ao risco em muitos aspectos semelhante ao que ocorreu por ocasião da falência do Banco Santos. Especialmente a partir de setembro, cresce a seletividade e o custo de captação, este em boa medida em decorrência dos aumentos de depósitos compulsórios (que vão de R\$ 170 bilhões no começo de 2007 para R\$ 270 bilhões em setembro de 2007), pressionando os bancos de segunda linha. Observa-se uma redução drástica na atividade no *middle market* e intensifica-se o movimento de cessão de carteiras de financiamento de veículos e de crédito consignado. A Autoridade reverte drasticamente sua postura anterior e promove sucessivos relaxamentos nas regras para recolhimentos compulsórios com o intuito de facilitar o mercado de cessão e o fluxo interbancário. O volume desses recolhimentos encolhe cerca de R\$ 50 bilhões em outubro, e outro tanto em novembro. Mas o patamar de recursos de reservas bancárias excedentes (*oversold*), absorvidos diariamente pelo BCB, passa de R\$100 bilhões para R\$ 300 bilhões, o que reflete e agrava o “empoçamento” da liquidez. O problema continua.

Apresentam-se, portanto, oportunidades para **(1) uma desmontagem, com vistas a ser permanente, dos depósitos compulsórios, (2) uma redefinição do mecanismo do *overnight*, com alguma “punição” para o excesso de recursos de bancos repassados ao BCB, (3) medidas tributárias (não apenas IOFs) com o intuito de reduzir o *spread* bancário** (agora que terminaram as ilusões sobre os efeitos que a lei de falências teria sobre a inadimplência e o *spread*), e **(4) estender alguma**

forma de garantia temporária ao interbancário, possivelmente envolvendo o FGC.

Excessos fiscais? No terreno fiscal, há que se considerar que com frequência se confunde o desconforto quanto ao modelo de crescimento simultâneo de receitas e despesas em ritmo acelerado, talvez insustentável, com a precariedade das contas que experimentamos no passado. O fato é que o encolhimento do déficit nominal e da razão dívida/PIB são significativos, embora não sensacionais, como poderiam ter sido. Mas estes resultados bastam para que se diga que: **(5) não temos fraquezas fiscais que vão amplificar uma crise vinda do exterior e transformá-la numa crise doméstica**, mas **(6) o impulso fiscal *tem sido* expansionista, postura que se estabelece bem antes disto começar a fazer algum sentido**, pois, antes de setembro, a política anti-cíclica era a contração! Mais importante seria **(7) pensar em medidas com o propósito de impedir a interrupção dos gastos de capital das empresas**, preferencialmente de forma horizontal, e idealmente através de corte de impostos sobre faturamento e redução de encargos trabalhistas (adicionalmente barateando o emprego).

Excessos no mercado de capitais? No que tange ao mercado de capitais é desconfortável admitir que tenham ocorrido excessos, pois o movimento de IPOs em 2006 e 2007 trouxe alento aos que esperam há tempos por um *crowding in*. Diversas das empresas que abriram capital o fizeram com ao menos um de três vícios: (i) de forma prematura, (ii) alavancada (e com financiamento e ganhos adicionais para intermediários) e (iii) para resolver problemas. Em alguns casos, os 3 vícios estiveram presentes. É particularmente preocupante que esta janela de captação, bem como a “bolha” nos preços das *commodities*, possa ter gerado excessos em alguns setores, notadamente no segmento imobiliário e na agricultura energética, onde pode haver dificuldade. De toda maneira, **(8) atuações setoriais através de bancos oficiais podem fazer sentido** (com condicionalidade de sorte a

minimizar o *moral hazard*), bem como **(9) a atenção do regulador sobre a atuação desestabilizadora dos intermediários nesses processos e também na disseminação de derivativos cambiais de balcão entre empresas** (ver abaixo).

Excessos no mercado de câmbio? Os efeitos da crise no mercado de câmbio se observam apenas a partir de setembro, quando o fechamento dos mercados para captação externa e o *clean up* de linhas interbancárias, típicos de um *sudden stop*, dão a partida para um rápido, vigoroso e inesperado ajuste na taxa de câmbio, que caberia com honras na designação de “maxi-desvalorização”: **de 1 de setembro a 8 de outubro o Real perde 45,5% de seu valor**, talvez o maior ajuste entre economias emergentes, excetuada a Coreia. Teria sido um ajuste excessivo tendo em vista os fluxos no período e o zelo em evitar o desembarque da crise? Ou estaria de bom tamanho considerando os *novos* fundamentos do setor externo?

As razões para uma evolução tão adversa, em tão pouco tempo, começam com a decisão do BC de retirar reservas internacionais de bancos internacionais que são fornecedores tradicionais de linhas comerciais (em dezembro de 2005, 20% das reservas estavam em CDs de bancos internacionais que, costumavam aceitar reciprocidades na forma de linhas para bancos brasileiros; este percentual foi reduzido a menos de 1% na posição mais recente), o que deixou o país vulnerável a eventuais cortes. A ação do BC no sentido de suprir os exportadores foi lenta, burocrática e insuficiente, a julgar pela queda acentuada observada na contratação de câmbio de exportação a partir de setembro.

Em seguida, a propósito da intervenção da Autoridade nos mercados de câmbio, vale indagar se as vendas no mercado *spot* (em setembro e outubro essas vendas foram da ordem de modestos US\$ 5 bilhões) são complementares ou substitutas às vendas de *swaps* liquidados em reais (cujos volumes foram bem maiores que os vendidos no *spot*). Na mesma linha, vale

observar que a venda (e compra) de *volatilidade* através de opções não é o mesmo que a venda (compra) de câmbio *spot*. Essas diferenças foram importantes para se aferir os efeitos da atuação da Autoridade a partir de setembro.

Um elemento novo e surpreendente, e possivelmente determinante desta “maxi”, foi a disseminação de operações com derivativos (notadamente de balcão) pelas quais centenas de empresas venderam opções de compra de câmbio “fora do dinheiro” que, num prazo muito rápido, ultrapassaram os preços de exercício e passaram a gerar perdas que rapidamente atingiram dimensões de catástrofe. Muitas empresas buscaram zerar esta exposição, o que resultou em ampliar a pressão compradora. Na verdade, estas operações (que também, e curiosamente, se observaram no México e na Coréia) se tornaram um foco expressivo e relevante de *stress* entre empresas brasileiras, cuja real dimensão é pouco conhecida; os registros no CETIP e posições na BM&F fornecem indicações incompletas da magnitude das operações ainda em aberto, e, adicionalmente, muitas dessas operações são contabilizadas *offshore*. As empresas de capital aberto viram-se obrigadas a divulgar a exata natureza de suas operações, e forneceram tristes exemplos dos efeitos que tais operações podem ter e do modo como uma “maxi” pode gerar uma crise. Também foram tristes as reações das autoridades diante desta surpresa, que parece ter levado algum tempo precioso para ser digerida.

É de se especular sobre as razões pelas quais tais operações se disseminaram, ou seja, por que a “dupla indexação” se tornou tão popular. Há várias hipóteses: (i) a “venda casada” desses derivativos com operações de crédito pode dar a falsa impressão de que a “culpa” é dos juros altos brasileiros, ou de produtos derivativos em geral; essas operações são produtos de tesouraria mais comuns do que se imagina em mercados de moedas e *commodities*, como parece sugerir a experiência de outros países como México e Coréia.

Incomuns são as oscilações de preço experimentadas a partir de setembro. (ii)

A escassez crônica de contraparte para a demanda por *hedge* cambial (decorrente de o setor privado, observado no agregado, ter exposição devedora em dólares e de o Tesouro não apenas ter extinguido seus títulos com indexação cambial, como construído posição credora em *swaps*) foi mitigada pelo longo período de apreciação cambial (onde o *hedge* custou caro às empresas), que a deslocou para o terreno das opções de balcão, onde os prêmios eram pequenos (em opções “fora do dinheiro”) para a proteção apenas em eventos de catástrofe. Como os bancos enfrentam limites regulatórios para oferecer esse produto (pelo fato de que consome capital), estes procuraram espalhar o risco entre empresas exportadoras. É de se considerar também que (iii) a volatilidade implícita em prêmios de opções era talvez anormalmente baixa, em razão do longo período de apreciação, de tal sorte que os riscos pareciam pequenos (considerando a distribuição de probabilidade “revelada” pela volatilidade observada) às empresas. Em contrapartida, para que os prêmios fossem relevantes (vistos como receita das empresas), os valores “nacionais” tinham que ser muito altos, criando, assim, uma operação, em tese, racional, mas que seria desastrosa no evento de um *black swan*. E por fim, vale observar a; (iv) agressividade de intermediários em desenvolver produtos alavancados para venda para empresas com apetite para “riscos (aparentemente) remotos” e fora do ambiente de bolsa.

Independente das explicações, é fato que a disseminação dessas operações não foi percebida pelos reguladores, e resultou na criação de perdas tremendas em muitas empresas, e que geraram preocupações também com respeito aos bancos credores. Teria sido muito mais conveniente para empresas e bancos se as Autoridades não tivessem deixado o câmbio avançar tão rapidamente. Aliás, a experiência parece sugerir que **(10) a volatilidade excessiva é algo a ser evitado, sem prejuízo do princípio da flutuação, o que recomendaria uma atuação específica do BC lançando opções (*calls* e também *puts*, fora do dinheiro) de forma a retirar volatilidade do**

sistema. Afinal, em essência, uma economia estável é uma onde **não** ocorrem variações cambiais de 45,5% em pouco mais de um mês