

Estabilização financeira: impactos visíveis e conclusões

Em texto anterior, procedemos à caracterização das medidas de política de estabilização financeira adoptadas pelas autoridades como forma de combater a crise financeira que se instalou

no mundo desde meados de 2007.

Definidas e identificadas que estão essas medidas, urge agora analisar os seus impactos, designadamente a nível das instituições e dos mercados financeiros. É ainda objectivo das próximas linhas traçar a situação actual e deixar em aberto as pistas para uma eventual reforma do sector financeiro.

Os impactos das políticas de estabilização financeira na instituições financeiras...

O sucesso das políticas de estabilização sobre as instituições financeiras pode ser medido por um conjunto de indicadores bancários, tais como a liquidez, a rentabilidade, a qualidade dos activos e os rácios de capital (Guerra *et al.*, 2009).

A nível da liquidez, os bancos centrais alargaram as intervenções bem para além dos mecanismos tradicionais, expandindo os tipos de colateral aceites nas operações de cedência de liquidez (i.e. passaram a aceitar activos teoricamente de maior risco), reduzindo os custos dessas operações e alargando inclusive o leque das instituições que podiam ceder liquidez.

A intervenção dos bancos centrais ao nível da alteração das condições das operações convencionais de políticas monetárias, a par com outras políticas no sentido de facilitar a liquidez das instituições e o acesso ao mercado de crédito, reflectiu-se numa gradual

DÍVIDA PÚBLICA E CUSTOS DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA

	Dívida pública (em % do PIB)		Custos de estabilização financeira	
	2008	2010	2008-2010 (var. em %)	% PIB
Alemanha	67	87	29,9	3,1
Canadá	64	77	20,3	4,4
EUA	71	98	38,0	12,7
França	67	80	19,4	1,8
Itália	106	121	14,2	0,9
Japão	196	227	15,8	1,7
Reino Unido	52	73	40,4	9,1
Portugal	65	78	14,0	2,3

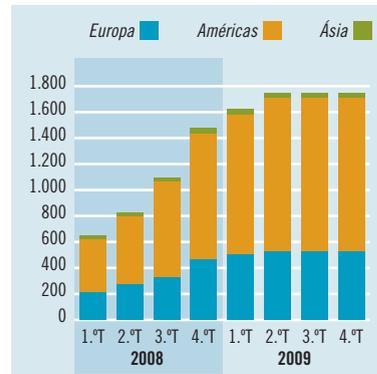
Fonte: FMI, 2009.

regularização da liquidez dos bancos a partir de Outubro de 2008.¹ Esta situação é visível também através da substancial melhoria ao nível das taxas de juro do mercado interbancário de curto prazo.

O sucesso das medidas de regularização da liquidez é tanto mais sintomático e expressivo quanto se sabe que ocorreu num contexto em que os mercados interbancários praticamente encerraram em determinados momentos, penalizados pela perda de confiança dos bancos nas suas contrapartes. Isto é, mesmo os bancos que tinham situações algo favoráveis de liquidez optavam por não ceder essa liquidez ao mercado, receando que a mesma viesse a ser necessária num futuro mais ou menos próximo e, sobretudo, que a entidade a quem cedesse fosse a próxima a falir.

A rentabilidade dos activos bancários desceu significativamente desde finais de 2007, num movimento que se agravou após Setembro de 2008, com a falência do Lehman Brothers. Embora a reestruturação bancária, incluindo a identificação e reconhecimento de perdas, tenha ajudado numa lógica de rigor e sus-

PERDAS ACUMULADAS PELOS BANCOS, POR REGIÃO (em mil milhões de USD)



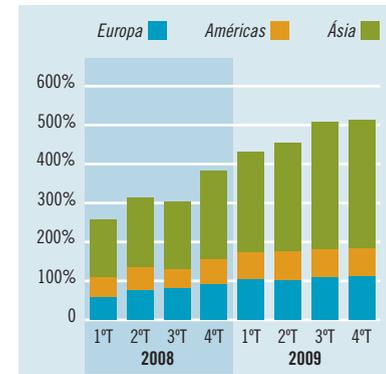
Fonte: Bloomberg.

tentabilidade do sistema, a verdade é que a previsão do mercado para os resultados dos principais bancos está muito aquém dos valores observados antes da falência do Lehman. De facto, as perdas dos bancos previstas para o último trimestre de 2009 ainda não reflectem uma melhoria face ao registado nos trimestres anteriores, apesar dos aumentos de capital.

A qualidade dos activos nos balanços das instituições financeiras também sofreu em revés assinalável com o aprofundamento da crise financeira, bem evidente no forte crescimento dos *nonperforming assets*, isto é, dos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras que foram objecto de renegociação forçada, sob pena de se transformarem em crédito incobrável. Sendo indiscutível que a melhoria das condições financeiras expressas nos balanços dos bancos ajudou a regularizar a situação, e que esse procedimento foi muito propiciado pelas ajudas das autoridades oficiais, é também verdade que não existe ainda uma indicação segura de que o fenómeno de deterioração da qualidade do crédito esteja já ultrapassado.

Esta ideia é particularmente reforçada pela análise dos chamados Credit Default Swaps (CDS)² para os principais bancos nos EUA e Europa continuam muito elevadas, indicando uma deterioração da qualidade do crédito nos próximos meses. Por último, a questão dos rácios de capital. O chamado Tier I, que corresponde ao conjunto de activos elegíveis para efeitos de colateral nas operações de cedência de liquidez pelas autoridades monetárias de

AUMENTOS DE CAPITAL EM PORCENTAGEM DAS PERDAS ACUMULADAS



Fonte: Bloomberg.

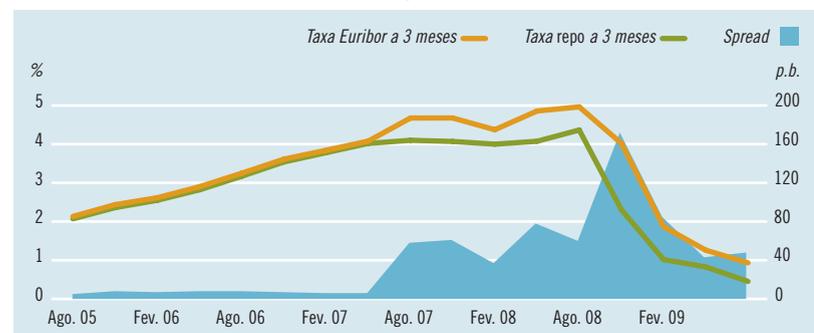
maior qualidade, foi fortalecido através de injeções massivas de capital. Todavia, outros indicadores que medem a capacidade de avançamento dos activos bancários³ permanecem muito fracos, indiciando que, também a este nível, os impactos das políticas de estabilização foram favoráveis, mas a situação está longe de normalizada.

... e nos mercados financeiros!

A análise dos impactos das políticas de estabilização sobre os mercados financeiros determina o estabelecimento de uma fronteira muito significativa entre dois tipos de situações. Por um lado, os mercados de crédito interbancário e o mercado *repo*, em que o sucesso das intervenções é indiscutível, em posição aos mercados de papel comercial e de produtos de crédito estruturado essa conclusão está longe de ser pacífica (Guerra *et al.*, 2009).

Sobre a primeira tipologia identificada, basta aferir a evolução amplamente descendente das taxas de juro de curto prazo nos últimos meses na generalidade das economias avançadas (em particular as taxas Euribor/Libor) para se concluir pelo sucesso inquestionável das políticas de intervenção já analisadas neste documento, e em particular o alargamento do colateral aceite e as garantias extraordinárias concedidas pelas autoridades monetárias. Já quanto ao mercado do papel comercial (instrumento muito importante de financiamento de curto prazo das empresas) e de produtos de crédito estruturado, as conclusões são mais complexas e indissociáveis de particularidades regionais.

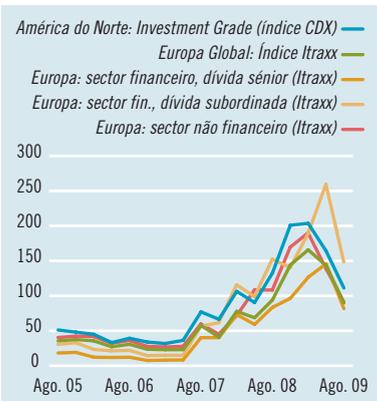
DIFERENCIAL ENTRE TAXAS EURIBOR E REPO, A 3 MESES



Fonte: REUTERS.

Henrique Morais e Sofia Terlica

CDS: ÍNDICES GLOBAIS (em pontos de índice)



Fonte: Bloomberg.

EUA: PAPEL COMERCIAL (montantes em circulação, em \$mM)



Fonte: Bloomberg.

As emissões de papel comercial entraram praticamente em colapso nos períodos mais conturbados da crise financeira, o que, aliás, agravou a pressão que se sentia sobre o sistema bancário, na medida em que induziu o aumento dos problemas de financiamento das empresas que, temendo não poder ter acesso às linhas de crédito bancário quando delas necessitassem, foram de imediato e sem qualquer lógica racional em busca dessas linhas.

Face a este cenário, as autoridades monetárias, com particular destaque para o FED norte-americano, criaram um conjunto de incentivos ao mercado do papel comercial, de que um dos mais interessantes foi a criação de linhas (as chamadas “facilidades”) a partir das quais procediam a aquisições massivas de papel comercial. Todavia, estas intervenções foram muito limitadas às emissões de melhor *rating*, o que levou a um alargamento do diferencial entre as taxas de juro destas emissões e do restante papel comercial.

No que diz respeito aos produtos de crédito estruturado, registou-se uma clara diferenciação entre o comportamento do mercado norte-americanos em que a titularização de créditos entrou em colapso em 2008, e os mercados europeus, bem mais suportados pelas intervenções dos bancos centrais.

Situação actual e algumas reflexões sobre as reformas

As intervenções dos bancos centrais e autoridades monetárias foram inegavelmente eficazes na contenção das pressões na liquidez dos bancos e no regresso de uma certa normalização ao sistema monetário internacional.

Todavia, os bancos mantêm-se numa situação muito precária: a sua rentabilidade e os respectivos lucros deterioraram-se massivamente, a qualidade dos activos enfraqueceu, a cotação das suas acções em bolsa caiu abruptamente.

Mesmo o mercado de emissão de dívida pelos bancos, que foi sustentado graças às garantias concedidas pelas autoridades oficiais, continua muito condicionado, o que é visível no alargamento do fosso entre o custo das emissões garantidas e a restante dívida. Neste contexto, qualquer acontecimento de alguma relevância pode pôr em causa a frágil recuperação do sistema financeiro. Referimo-nos, por exemplo, a um eventual recuo na tendência que parece configurar-se a partir de 2010 de recuperação da economia mundial, mas também a episódios bem mais voláteis, como sejam resultados de um banco de relevo significativamente abaixo do esperado ou mesmo vir ainda a assistir-se a uma falência de um banco de relevo.

Tudo isto torna ainda mais pertinente uma análise mais estruturada sobre o actual sistema financeiro internacional, em particular a necessidade de reforma do sistema. Sendo este um tema que, por si só, justificaria uma incidência bastante mais aprofundada, é talvez útil apontar alguns caminhos em matéria de fortalecimento da regulamentação financeira, em particular a nível dos bancos. Em primeiro lugar, parece indiscutível que os requisitos de capital exigidos aos bancos devem ser maiores e de melhor qualidade,

UM CUSTO INEVITÁVEL?

Os custos efectivos das políticas de estabilização são ainda incertos, na medida em que não se sabe com exactidão como se vai repercutir em muitas das operações já anunciadas, dado que algumas correspondem a garantias ou linhas de crédito disponibilizadas, mas cuja utilização é incerta.

No entanto, os valores apresentados no quadro são bem elucidativos e parecem confirmar o óbvio: as políticas de estabilização financeira nos países do G7 (e em Portugal) têm um elevado custo de financiamento associado, manifestamente à custa de um aumento expressivo da dívida pública. Este custo, que inclui os pacotes de estímulo macroeconómico, varia entre os 0,9% do produto interno bruto em Itália e os 12,7% do PIB nos EUA, contribuindo para um aumento da dívida pública no período de 2008 a 2010 superior a 14% em todos os países apresentados.

Independentemente de discussões mais ou menos politicamente orientadas sobre a natureza destas intervenções de carácter discricionário, em que keynesianos e alguns neoclássicos aparecem em oposição a um certo neoliberalismo que parece acreditar mais em mecanismos automáticos de regulação e menos em acções da política orçamental, os últimos acontecimentos parecem indicar que este foi um custo inevitável, face à situação insustentável em que se encontrou o sistema financeiro, aos riscos de colapso associados e à dimensão dos efeitos de contágio sobre a economia mundial.

mas, sobretudo, deve imperar a lógica de acumular reservas durante os períodos mais favoráveis do ciclo que possam depois ser utilizadas nas fases mais conturbadas.

Por outro lado, a supervisão sobre os *hedge funds*⁴, em especial os de maior dimensão, deve tornar-se efectiva, evitando assim que se repitam os acontecimentos que estiveram na origem próxima da actual crise financeira. Em terceiro lugar, os instrumentos derivados a nível do crédito devem ser objecto de uma maior estandardização e de sistemas de compensação centralizados, mesmo nas operações fora de mercados regulamentados.

Pretende-se ainda uma maior supervisão sobre a acção das agências de *rating*, uma retoma das operações de titularização

pelos bancos, um reforço das almofadas de liquidez destes.

Deixámos intencionalmente para o fim as duas medidas apontadas em reuniões do grupo de países G20 que nos parecem mais incisivas e susceptíveis de marcar o pós-crise financeira: as propostas de alteração às regras de contabilização do valor dos activos e as novidades em matéria de supervisão financeira.

Quanto à primeira, a crise iniciada em 2007 veio demonstrar que a contabilização pelo chamado método do *fair-value* (i.e., o real valor de mercado dos activos) pode ser uma medida que amplifique as tendências de preço dos activos em vez de, como seria desejável, servir como uma espécie de factor contracíclico: em situações de bolha especulativa, permite aos bancos aumentar a sua exposição de risco e, ao invés, perante perdas de valor dos activos obriga as instituições a vender, ampliando o problema original.

Os acontecimentos dos últimos anos deixam finalmente a convicção de que muito haverá para alterar em matéria de supervisão financeira, particularmente a nível do acompanhamento do risco sistémico macroprudencial, tanto a nível nacional, como no âmbito da concertação internacional. ■

¹ A liquidez bancária pode ser medida, por exemplo, pelo rácio entre os activos interbancários e de caixa face ao total dos activos bancários.

² Os CDS são instrumentos financeiros muito sofisticados, que consubstanciam um contrato em que uma parte paga um prémio a outra parte, em troca de um pagamento que apenas ocorrerá mediante a ocorrência de um evento de crédito previamente especificado. É, portanto, um contrato que possibilita ao respectivo comprador uma protecção contra o risco de um evento de crédito (*default*) de uma entidade, permitindo através do swap a transferência desse risco.

³ Referimo-nos, por exemplo, ao chamado rácio TCE, que mede as acções ordinárias na carteira dos bancos face ao total dos activos, expurgando-os, em ambos os casos, dos activos intangíveis, como as marcas, licenças, *goodwill*, entre outros.

⁴ Os *hedge funds* são fundos de investimento altamente especulativos, cuja principal característica é não serem obrigados a reporte perante as autoridades de supervisão, nem tão-pouco serem destas objecto de particular atenção. Com características semelhantes foram também desenvolvidos os Veículos Especiais de Investimento, instituições criadas a partir de instituições financeiras maiores e fora do âmbito de intervenção dos supervisores.

Referências

GUERRA, Ivan [et. al.] (2009) — “Policies to Address Banking Sector Weakness: Evolution of Financial Markets and Institutional Indicators”. *IMF Staff Position Note*, 7 de Outubro, 2009.