

# RISCO SISTÊMICO, DERIVATIVOS E CRISES FINANCEIRAS

Márcio G. P. Garcia

Depto. de Economia – PUC-Rio

6/março/96

No último encontro conjunto da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC) e da Sociedade Brasileira de Econometria (SBE) em dezembro passado, o Prof. José Alexandre Scheinkman, chefe do departamento de economia da universidade de Chicago, proferiu uma palestra muito interessante sobre **risco sistêmico**. Muitos dos temas ali discutidos mostram-se de fundamental importância para o atual debate sobre o sistema financeiro no Brasil, em particular, para a regulamentação do Artigo 192 da Constituição, que trata do sistema financeiro nacional.

Inicialmente, Scheinkman questionou uma crítica frequentemente levantada contra os mercados dos derivativos financeiros; a de que tais mercados aumentariam o risco sistêmico da economia. Lembrou ele que o aumento do risco agregado nem sempre é negativo. Como sempre deve ocorrer, a avaliação deve sempre botar nos pratos da balança o risco contra o retorno esperado. Assim, se o nível maior de risco agregado for mais do que compensado pelo aumento do retorno agregado para a economia, a mudança envolvendo um maior nível de risco terá sido benéfica para a sociedade.

O exemplo que cita é o das grandes navegações dos séculos XVI e XVII. O enorme progresso obtido pela humanidade naquele período não teria sido possível sem o maior nível de risco agregado representado pelo número crescente de naus navegando por “mares nunca d’antes navegados”. Nesse caso, o retorno esperado (e efetivamente realizado) certamente mais do que compensou o aumento do risco agregado.

Mas para que o maior nível de risco representado pelas grandes navegações pudesse ter ocorrido foi necessário o desenvolvimento de novos

instrumentos e mercados financeiros, em particular o mercado de seguros marítimos, destinados a repartir tal risco (e retorno) entre os agentes econômicos. O espetacular desenvolvimento dos mercados financeiros naquele período possibilitou e foi possibilitado pela expansão do comércio com as colônias.

Os derivativos financeiros (assim chamados porque derivam seus valores de outros ativos, os ativos subjacentes)<sup>1</sup> possibilitam a venda e compra de riscos específicos de uma forma barata. Por exemplo, uma empresa exportadora brasileira encontra no mercado futuro do dólar uma forma barata de se cobrir contra possíveis desvalorizações cambiais.

O problema central atacado por Scheinkman é o de se os riscos criados pela existência dos derivativos são ou não compensados pelo aumento do retorno esperado. Ou seja, será que o enorme crescimento dos derivativos, tal como o crescimento dos seguros marítimos nos séculos XV e XVI, gera benefícios para a economia que compensam o maior nível de risco?

A definição de risco sistêmico adotada por Scheinkman é o risco que um choque a uma parte limitada do sistema se propague por todo o sistema financeiro, levando a uma quebra do sistema, devida aos arranjos institucionais prevaescentes. Não há, segundo ele, um bom exemplo **recente** de uma crise causada por risco sistêmico. A queda da bolsa de Nova York em outubro de 1987, por exemplo, acabou tendo uma repercussão bastante modesta, ao contrário do *crash* da bolsa em 1929.

Na realidade, o que de fato interessa à sociedade é evitar crises que ponham em risco o sistema financeiro como um todo, quer sejam ou não tais crises oriundas do risco sistêmico. Scheinkman propôs três formas sob as quais tais crises podem ocorrer:

⇒ A presença de riscos correlacionados nos portfólios dos participantes do mercado, levando a perdas simultâneas de vários intermediários.

---

<sup>1</sup> E também porque o tradutor não conhecia bem o português, pois a denominação correta teria sido “derivados financeiros”.

⇒ O contágio informacional, ou seja, a falência de uma instituição levando a uma perda generalizada de confiança em instituições similares, as quais o mercado acredita estarem submetidas aos mesmos riscos.

⇒ A falência de uma instituição financeira levando à bancarrota outras instituições que detenham crédito contra a primeira (ou ações da mesma), levando a falências sucessivas e à quebra generalizada, tal como uma avalanche numa pilha de areia.

O primeiro problema é o mais comum dos três, embora nada tenha de sistêmico. O melhor exemplo desse caso é a crise das cadernetas de poupança (Savings and Loan) nos EUA na década passada. Tratava-se ali de um conjunto de instituições financeiras fortemente submetidas ao risco de descasamento de juros; quando os juros subiram na sua captação de curto prazo, tais instituições não puderam mais financiar lucrativamente as hipotecas de longo prazo e baixo juros que carregavam em seus ativos.

Como para cada comprador de um derivativo existe um vendedor (derivativos têm oferta líquida nula), os derivativos, ao contrário das hipotecas do exemplo anterior, não reforçam a alta correlação dos riscos de portfólio. Muito ao contrário, eles possibilitam que tais riscos sejam repartidos de forma mais barata e eficiente na economia.

O segundo tipo de crise é aquela que justificou o socorro aos bancos Econômico e Nacional. Temia-se que frente às falências daquelas grandes instituições bancárias, e na ausência de um instrumento de seguro de depósito, fosse disseminada a impressão que todo o sistema bancário estava em crise. Tal cenário catastrófico provavelmente ensejaria uma corrida bancária que levaria a uma crise sistêmica com severas repercussões sobre o nível da atividade econômica e sobre o nível do emprego. Se tal cenário é de fato realista jamais se saberá; o que importa, entretanto, é enfatizar que os derivativos financeiros nada tiveram a ver com as crises daqueles bancos. Também não há a nível internacional evidências que os derivativos causem um aumento da volatilidade nos demais mercados financeiros.

Segundo Scheinkman, o terceiro tipo de crise é geralmente a que se tem em mente quando se fala em risco sistêmico: uma reação em cadeia de falências ocasionadas pela falência de uma grande instituição. A participação hipotética dos derivativos em aumentar a probabilidade de tais casos está no aumento da interligação dos mercados; ao arbitrar mercados diversos, os derivativos funcionariam como transmissores das vibrações entre mercados outrora isolados, levando a um maior perigo de quebra generalizada.

Um possível exemplo desse último caso teria sido a crise mexicana de dezembro de 1994. Com a desvalorização do peso e a queda do preço dos ativos mexicanos, os fundos mútuos que aplicavam em mercados emergentes não tiveram outra forma de fazer frente aos saques de seus cotistas do que vender seus ativos oriundos de outros mercados, como os do Brasil. Tal processo teria levado os detentores de títulos brasileiros a venderem seus títulos para obter liquidez, o que poderia repercutir circularmente nos títulos mexicanos, deprimindo ainda mais seus preços. Embora esse possa ter sido um cenário possível, Scheinkman prefere acreditar que a semelhança entre as economias mexicana e brasileira teve um papel mais importante na queda dos títulos brasileiros do que a necessidade de liquidez dos agentes financeiros.

O cenário de avalanche só pode ocorrer caso as “vibrações” transmitidas através dos derivativos forem sendo progressivamente reforçadas. Se, ao contrário, as “vibrações” forem sendo amortecidas, a maior interligação dos mercados através dos derivativos pode ser um fator estabilizador, pois permite que um choque em um mercado localizado seja dissipado em vários outros, causando um dano muito menor.

Voltaremos a este assunto no futuro próximo.