

DESDOBRAMENTOS DA CRISE GLOBAL E DESEMPENHO DAS ECONOMIAS AVANÇADAS

RESUMO

As economias avançadas enfrentam, em consequência da crise financeira global, a pior recessão dos últimos setenta anos. Para restaurar a liquidez dos mercados financeiros, reativar o crédito bancário e reanimar a atividade econômica, os bancos centrais e os governos das principais economias avançadas lançaram mão de vários expedientes. Além de cortes expressivos na taxas de juros, os bancos centrais passaram a ampliar a oferta monetária, enquanto os governos adotaram planos de suporte financeiro ao lado de planos de estímulo fiscal. Não obstante as inúmeras medidas para fortalecimento do sistema financeiro e o contínuo uso das políticas macroeconômicas para estimular a demanda agregada, a aguda crise de confiança nas instituições financeiras não foi ainda inteiramente superada. As estimativas mais recentes indicavam, em abril de 2009, a existência de um grande volume de ativos ilíquidos, cujas perdas ainda não contabilizadas pelos bancos montam a US\$ 2,7 trilhões, o que elevaria o total de perdas desde a eclosão da crise a US\$ 4,0 trilhões. Também não foi quebrado o círculo vicioso entre atividade econômica em queda e as tensões nos mercados financeiros, que registram surtos efêmeros de valorização, alimentados pela leitura otimista dos indicadores que sugerem a superação do pior momento da crise global. Com as economias em retração a três trimestres seguidos, os principais países avançados estão longe de superar a severa recessão que os atinge em 2009.

DESDOBRAMENTOS DA CRISE GLOBAL E DESEMPENHO DAS ECONOMIAS AVANÇADAS

INTRODUÇÃO

Esta nota técnica analisa o desempenho recente das economias avançadas, que, em consequência da crise global, enfrentam, desde o último trimestre de 2008, a pior recessão dos últimos setenta anos. Não obstante as inúmeras medidas para fortalecimento do sistema financeiro e o contínuo uso das políticas macroeconômicas para estimular a demanda agregada, a aguda crise de confiança nas instituições financeiras não foi ainda inteiramente superada. As estimativas mais recentes indicavam, em abril de 2009, a existência de um grande volume de ativos ilíquidos, cujas perdas ainda não contabilizadas pelos bancos montam a US\$ 2,7 trilhões, o que elevaria o total de perdas desde a eclosão da crise a US\$ 4,0 trilhões. Também não foi quebrado o círculo vicioso entre atividade econômica em queda e as tensões nos mercados financeiros, que registram surtos efêmeros de valorização, alimentados pela leitura otimista dos indicadores que sugerem a superação do pior momento da crise global.

Os argumentos estão assim organizados. Na próxima seção, são examinadas as ações dos bancos centrais para reduzir o custo de *funding* dos bancos e dos demais participantes dos mercados financeiros e assim estimular a concessão de crédito. Na seção seguinte, são analisadas as iniciativas dos governos para restaurar a confiança no sistema financeiro, reativar os fluxos de crédito e estimular o consumo, de modo a mitigar a gravidade da recessão. A última seção dedica-se às repercussões da crise sobre o desempenho econômico dos Estados Unidos e da Área do Euro no quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 e as perspectivas para as economias avançadas a partir das projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI).

A GESTÃO DA CRISE GLOBAL PELOS BANCOS CENTRAIS

Desde o agravamento da crise financeira na sequência da falência do Lehman Brothers e da estatização da seguradora AIG em setembro de 2008, alguns dos bancos centrais das principais economias avançadas foram além do corte da taxa básica de juros, atualmente em níveis próximos de zero, caso dos Estados Unidos e do Japão, e de 0,5% no caso do Reino Unido (ver Tabela 1). Esses bancos centrais intervieram massivamente para fornecer liquidez aos respectivos sistemas financeiros e, ao mesmo tempo, impediram que problemas de falta de *funding* causassem a falência de instituições com importância sistêmica.

Nesses países, o principal instrumento da política monetária passou a ser a ampliação da oferta de moeda mediante a concessão de empréstimos aos bancos e/ou a compra de ativos financeiros em posse dessas instituições, com o propósito de ampliar a liquidez e reduzir o custo de *funding* dos bancos e dos demais participantes dos mercados financeiros. Desse modo, esperam contribuir para reativar o crédito bancário e promover a recuperação da atividade econômica¹.

1 Com ironia habitual, o semanário britânico *The Economist* ressalta que antes da crise financeira, os banqueiros centrais, que se julgavam “triumfantes em subjugar a inflação e abolir os ciclos econômicos, conseguiram impor o consenso em torno da política monetária com uma única meta (estabilidade dos preços) e um só instrumento (juros). Porém, a crise financeira os obrigou a deixar de lado essa fórmula minimalista adequada ao espírito dos tempos de *laissez-faire*” (THE MON..., 2009).

TABELA 1. EVOLUÇÃO DAS METAS DAS TAXAS BÁSICAS DE JUROS (% AO ANO)

Meses Selecionados	Fed	ECB	BoE	BoJ
set./08	2,00	4,25	5,00	0,5
out./08	1,00	3,75	4,50	0,30
dez./08	0,0 a 0,25	2,50	2,00	0,1
abr./09	0,0 a 0,25	1,00	0,50	0,1

Fonte: Site dos Bancos Centrais. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

Essa estratégia de política monetária, que começou a ser empregada pelo Federal Reserve (Fed) no final de 2007, foi aprofundada a partir de setembro de 2008, com a criação de novos quatro programas de crédito para garantir liquidez ao sistema financeiro (ver Quadro 1 do anexo). Igualmente, o banco central americano ampliou alguns dos programas criados em 2007 como o *Term Auction Facility* (TAF)² e os acordos recíprocos de *swaps* de dólares com bancos centrais estrangeiros. Essas medidas resultaram em emissão monetária da ordem de US\$ 1,3 trilhão em 2008 (BERNANKE, 2009).

A gravidade da recessão econômica, expressa na contração do PIB americano em 1,6% tanto no 4º trimestre de 2008 como no 1º trimestre de 2009, levou o Comitê de Mercado Aberto do banco central americano (FMOc, na sigla em inglês) a votar, nas reuniões realizadas ao longo do período janeiro a abril de 2009, pela manutenção da meta da *federal funds rate* no intervalo de zero a 0,25% a.a., pelo tempo que for necessário para a reativação da atividade econômica, e pela continuidade da expansão da oferta monetária. Na reunião de março, por exemplo, o FMOc decidiu aumentar a oferta monetária em até US\$ 1,15 trilhão adicional ao longo de 2009. Nessa ocasião, ficou decidido igualmente que o Fed irá adquirir até US\$ 300 bilhões de títulos de longo prazo do Tesouro e elevar o volume total das compras de títulos de dívida emitidos pelas entidades patrocinadas pelo governo para US\$ 200 bilhões e dos ativos lastreados em hipotecas garantidas pelas instituições hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac para US\$ 1,25 trilhão (FMOc, 2009). Com essa iniciativa, o Fed pretende influenciar as taxas de juros de longo prazo no mercado financeiro e, sobretudo, reduzir o custo das hipotecas.

A estratégia de ampliação da oferta monetária para reativar o crédito e a atividade econômica também foi adotada pelo Banco da Inglaterra. Em 19 de janeiro de 2009, o Banco foi autorizado pelo governo britânico a adquirir £50 bilhões em ativos financeiros de alta qualidade emitidos pelo setor privado, incluindo bônus corporativos, empréstimos sindicalizados, *commercial papers* e títulos de créditos securitizados. As compras realizadas no âmbito do programa *Asset Purchase Facility* (APF) seriam, inicialmente, financiadas pela emissão de títulos do Tesouro. Porém, na reunião do dia 5 de março, além de ampliar para £75 bilhões os recursos do APF, o Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra decidiu que as compras de ativos financeiros passariam a ser financiadas por emissão monetária³. Posteriormente, no início de maio, os recursos do APF foram elevados a £125 bilhões.

Também no Japão, na reunião da sua Diretoria de Política realizada no dia 18 de março, o banco

2 Criado em dezembro de 2007, o Term Auction Facility (TAF) é instrumento utilizado pelo Fed para conceder aos bancos, mediante leilões quinzenais, empréstimos de curto prazo (28 dias) com taxa de juros inferior ao do desconto, aceitando como garantia uma gama maior de títulos do que nas operações do mercado aberto. Sobre o TAF, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura Fundap *Origem e desdobramentos da crise do mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos*, disponível em <http://www.fundap.sp.gov.br>.

3 Ao anunciar sua adesão à estratégia do “afrouxamento quantitativo”, o Banco da Inglaterra esclareceu que, com a meta da taxa básica de juros fixada em 0,5% a.a., os novos cortes dos juros básicos tendem a perder eficácia para estimular a demanda e manter a inflação próxima da meta. Ou seja, mesmo com a opção pelo aumento da oferta de moeda, o objetivo da política monetária permanece inalterado, ou seja, manter a inflação, medida pelo índice de preço ao consumidor, em 2%.

central reafirmou que continuará utilizando os vários instrumentos da política monetária para estimular a recuperação da atividade econômica, como anunciado no dia 19 de dezembro de 2008. Com esse propósito, além de manter a taxa básica de juros em 0,1% ao ano, o Banco decidiu, por unanimidade, aumentar suas aquisições mensais de bônus do governo japonês de ¥ 1,4 trilhões (aproximadamente US\$ 14 bilhões) para ¥ 1,8 trilhões, elevando a ¥ 21,6 trilhões o total previsto para o ano de 2009. No dia anterior, o Banco do Japão já havia anunciado que fornecerá ¥ 1,0 trilhão aos bancos, sob a forma de empréstimo subordinado, de modo a reforçar o capital das instituições sujeitas aos requerimentos internacionais de capital. Ademais, adquiriu ações em posse das instituições financeiras.

Estratégia semelhante de utilização da política monetária para influenciar as condições do mercado de crédito tem sido adotada por outros bancos centrais de economias avançadas (Quadro 1). Um dos últimos a anunciar sua adesão a esse expediente foi o Banco Central Europeu. Na reunião do dia 7 de maio, o Comitê de Política Monetária do BCE declarou a intenção de adquirir €60 bilhões em bônus cobertos (*covered bonus*)⁴, obrigações emitidas pelos bancos lastreadas em hipotecas ou empréstimos do setor público. Esse anúncio reanimou o segmento de bônus cobertos, um dos maiores do mercado de títulos da Europa, que havia contraído €200 bilhões desde a eclosão da crise *subprime* (OAKLEY, 2009).

QUADRO 1. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA ADOTADAS DESDE 2007

País	Operações de Empréstimos				Compras sem restrição				Resgate/ Injeção de capital
	Ampliação das contrapartes	Colaterais mais amplos	Prazos mais longos	Swaps com divisas	Divisas	Ações	Dívida Privada	Dívida Pública	
Área do Euro		✓	✓	✓			✓		
Austrália		✓	✓	✓			Possível	Possível	
Canadá	✓	✓	✓	✓			Possível	Possível	
Estados Unidos	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Japão			✓	✓		✓	✓	✓	Possível
Reino Unido		✓	✓	✓			✓	✓	✓
Suécia	✓	✓	✓	✓					
Suíça			✓	✓	✓		✓		✓

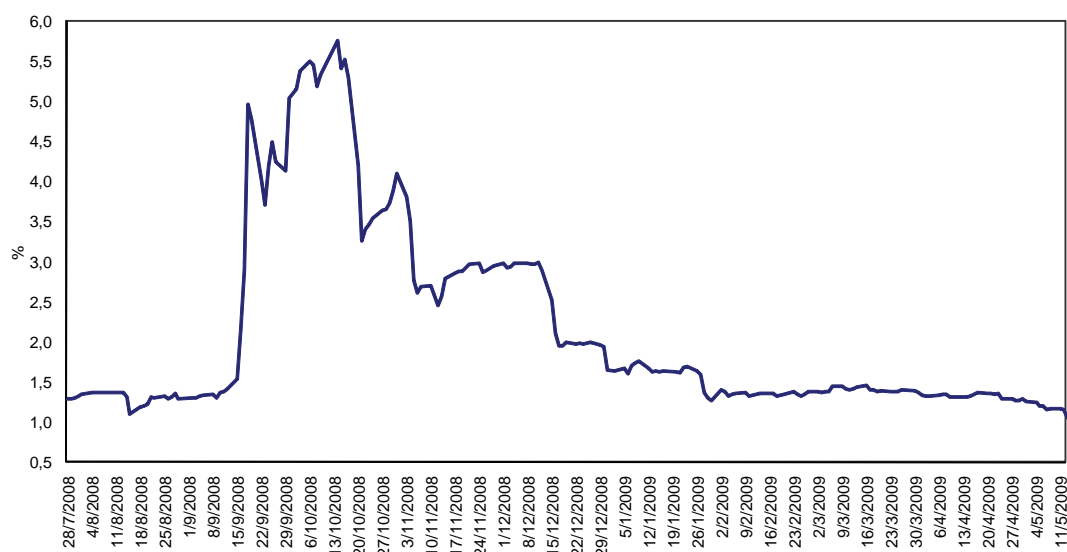
Extraído de *The Economist*, "The monetary policy maze". 23/4/2009.

Legenda: ✓ = sim; **espaço em branco** = não.

Como resultado da emissão monetária, as condições de liquidez do interbancário começaram a se normalizar. Na primeira semana de maio de 2009, o *TED spread*, importante indicador de risco de crédito bancário, já havia recuado ao nível anterior a quebra do Lehman, em 15 de setembro (Gráfico 1). Ressalte-se, contudo, que o *TED Spread* ainda estava no final do mês de maio 0,6 pontos percentuais acima do patamar vigente em julho de 2007, quando da eclosão da crise das hipotecas *subprime*.

4 Os bônus cobertos são instrumentos securitizados, cuja denominação varia de acordo com o país da Área do Euro, que se diferenciam dos títulos lastreados em hipotecas e outros ativos comercializados nos Estados Unidos porque os ativos subjacentes do título permanecem na carteira do banco emissor, à exceção da Itália onde os ativos subjacentes são transferidos para entidade especial. Sobre o mercado de bônus coberto, ver: Packer e outros (2007).

GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO TED SPREAD



Nota: * Diferença entre a taxa de juros dos depósitos de três meses em eurodólar e a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de três meses.

Fonte: Federal Reserve. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

Não obstante a redução do risco sistêmico, o funcionamento dos mercados financeiros – interbancários, de atacados e de securitização – permanece extremamente dependente das garantias governamentais. Ainda há forte incerteza em relação à avaliação dos ativos ilíquidos em posse do sistema bancário e às perspectivas de recuperação da atividade econômica.

AS INICIATIVAS DO GOVERNO PARA RESTAURAR A CONFIANÇA NO SISTEMA FINANCEIRO

Para promover a melhoria das condições do mercado financeiro e da economia, além de pacotes fiscais para reativação da demanda⁵, os governos das principais economias avançadas anunciaram e/ou adotaram medidas, incluindo desde o aporte direto de capital às instituições financeiras fragilizadas a programas de garantia a ativos financeiros (Quadro 2). Na Europa, a Comissão Europeia garantiu, em novembro, flexibilidade da norma que limita o déficit fiscal ao máximo 3% do PIB, para que, durante um período de dois anos (2009-2010), os governos dos países-membros possam ampliar seus gastos em até 1,5% do PIB com políticas fiscais anticíclicas. Todavia, o montante total de recursos que efetivamente serão gastos pelos governos europeus no biênio 2009-10 é estimado em € 200 bilhões, volume considerado exíguo ante a gravidade da recessão econômica que atinge os países da região (BARBER, 2008). Em contraste, nos Estados Unidos, por exemplo, somados todos os programas de suporte ao sistema financeiro e de garantia de liquidez, o governo Bush comprometeu recursos de aproximadamente US\$ 8,8 trilhões, dos quais US\$ 2 trilhões haviam sido gastos até o dia 13 de fevereiro de 2009 (ADDING..., 2009). Montante que foi elevado a US\$ 11,4 trilhões pela nova administração nos cem primeiros dias do governo Obama.

5 Financiados por endividamento do setor público, os planos fiscais das economias avançadas anunciados no último trimestre de 2008 contemplam diferentes ferramentas de estímulo, com vistas a sustentar o consumo das famílias e evitar o aumento do desemprego. Alguns preveem investimento público em projetos de infraestrutura econômica (Reino Unido), outros incluem redução de imposto (Reino Unido e Japão), isenção fiscal (França), ajuda financeira direta às famílias (França, Itália, Estados Unidos) ou ainda apoio financeiro setorial (Alemanha, Espanha, França). Para maiores detalhes, ver: OCDE (2009).

QUADRO 2. PAÍSES SELECIONADOS: AÇÕES DOS GOVERNOS

	Injeção de capital em bancos e/ou empresas	Compras de ativos financeiros e/ou empréstimos pelo Tesouro	Concessão de Garantias a Depósitos e Outras Obrigações Bancárias	Pacotes de Estímulos Fiscais
Alemanha	✓	✓	✓	3,0% do PIB no período 2009-10
Austrália		✓	✓	4,6% do PIB ao no período 2008-10
Canadá	✓	✓	✓	3,3% do PIB no período 2008-2010
Espanha	✓	✓	✓	3,5% do PIB no período 2008 a 2010
Estados Unidos	✓	✓	✓	5,6% do PIB no período 2009-10
França	✓	✓	✓	0,6% do PIB em 2009-10
Itália	✓		✓	
Japão	✓	✓	✓	2,0% do PIB em 2009-10
Reino Unido	✓	✓	✓	1,4% em 2008-9
Suécia	✓	✓	✓	2,8% ao longo de 2009-10
Suíça	✓			0,5% em 2009-10

Fonte: OCDE (2009) e Artigos de jornais – vários. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap

Legenda: ✓ = sim; **espaço em branco** = não.

Ao longo do último trimestre de 2008, o Tesouro americano liberou grande parte dos recursos da primeira metade dos US\$ 700 bilhões do Programa de Saneamento dos Ativos Problemáticos (TARP, na sigla em inglês), aprovado pelo Congresso no início de outubro⁶. Até o encerramento do governo Bush, no dia 19 de janeiro de 2009, aproximadamente US\$ 300 bilhões do total de US\$ 350 bilhões já haviam sido alocados (ver Quadro 2 do Anexo). No âmbito desse programa, o Tesouro utilizou US\$ 194 bilhões na compra de ações preferenciais, sem direito a voto, de bancos e instituições de poupança, beneficiando mais de 400 instituições. Em contrapartida ao suporte financeiro, os bancos tiveram que aceitar as exigências do Tesouro no que se refere à governança corporativa e à política de remuneração dos executivos.

Recursos do TARP também foram utilizados para realizar aporte de US\$ 40 bilhões na seguradora AIG e para conceder ajuda de US\$ 20,8 bilhões às empresas do setor automotivo, como a General Motors e Chrysler (ver Quadro 2 do Anexo). Igualmente, além dos US\$ 25 bilhões fornecido no âmbito do programa de aporte de capitais, os dois principais bancos americanos, o Citigroup e o Bank of America, receberam do Tesouro US\$ 20 bilhões cada, em troca de ações preferenciais, enquanto o Citi recebeu garantia governamental para um *pool* de ativos financeiros no valor de US\$ 306 bilhões. Concedida pelo FDIC, essa garantia se traduziu na utilização de US\$ 5 bilhões de recursos do TARP no âmbito do programa de garantia de ativos.

Todas as iniciativas do governo americano a partir do último trimestre de 2008 se mostraram insuficientes para conter a crise financeira, reativar o crédito e relançar a economia. De um lado, o sistema financeiro americano continuou imerso em uma grave crise de desconfiança, pois, embora as

⁶ Sobre o TARP, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura Fundap *Panorama e perspectivas das economias avançadas: sob o signo da crise* disponível em <http://www.fundap.sp.gov.br>.

perdas com ativos ilíquidos fossem estimadas em mais de US\$ 1,8 trilhão, os bancos reconheceram em seus balanços apenas uma fração desse montante. De outro lado, com o aprofundamento da recessão econômica, cresceu o temor de elevação da inadimplência, dificultando não só a concessão de novos empréstimos como a sua securitização, ao mesmo tempo em que diminuiu a demanda das famílias e empresas por crédito. Igualmente, em consequência da espiral perversa de queda no valor dos imóveis e de elevação do custo das hipotecas, cresceu o número de famílias com dificuldades para honrar seus compromissos. Em 2008, foram registradas 2,3 milhões de execuções de hipotecas em atraso, número previsto para superar os 3 milhões em 2009.

No dia 10 de fevereiro, o governo Obama anunciou um novo plano abrangente — Plano de Estabilidade Financeira, compreendendo seis eixos (ver Quadro 3 do anexo) —, para debelar a crise financeira e restaurar os fluxos de crédito. Com esse novo programa de suporte às instituições financeiras e de ajuda aos mutuários, em conjunto com pacote de estímulo fiscal de US\$ 875 bilhões, aprovado pelo Congresso⁷, o governo americano pretendia quebrar o círculo vicioso da crise financeira-recessão e promover o relançamento da economia.

Um dos principais eixos do plano é o Programa de Assistência em Capital (CAP, na sigla em inglês), que prevê aporte de capital do Tesouro para as instituições bancárias que não conseguirem levantar capital junto aos investidores privados, de acordo com suas necessidades identificadas mediante a realização de um detalhado teste de estresse para avaliar a resistência dos bancos ante o agravamento potencial da crise⁸. Com esse teste, iniciado no dia 25 de fevereiro e concluído no final de abril, as autoridades de regulamentação bancária americanas objetivavam avaliar, de forma consistente e realista, a necessidade de capital das instituições para que estas possam continuar concedendo empréstimos em contexto de severa retração econômica. Para os bancos e instituições de poupança com ativos superiores a US\$ 100 bilhões, em um total de dezenove instituições bancárias, a realização do teste de estresse foi compulsória.

Outro eixo do Plano, o programa de investimento em parceria público-privada (PPIP, na sigla em inglês) tem como finalidade sanear as carteiras de ativos ilíquidos do sistema bancário. Constituído com recursos públicos — de US\$ 75 bilhões a US\$ 100 bilhões provenientes do TARP — e com capital do setor privado, esse programa pretende viabilizar a compra de US\$ 500 bilhões de ativos ilíquidos, com possibilidade de ser ampliado para US\$ 1 trilhão.⁹ Para proteger os interesses dos contribuintes e reduzir a probabilidade de que o governo pague um preço alto por esses ativos, serão organizados leilões dos ativos problemáticos. Previsto para tornar-se operacional a partir do mês de abril de 2009, o PPIP ainda não saiu do papel, entre outros motivos, pelo desinteresse das instituições bancárias em se desfazerem dos chamados ativos tóxicos, dado que com as alterações das regras contábeis foi abolida a exigência de marcação a mercado dos títulos ilíquidos (KATZ, 2009).

O resultado do teste de estresse, divulgado no dia 7 de maio, revelou um quadro mais favorável das grandes instituições financeiras americanas do que sugeria as primeiras informações divulgadas pela imprensa americana no final de abril. As perdas totais em um cenário mais adverso em 2009 e 2010 foram estimadas

7 Sobre o TARP, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura Fundap Panorama e perspectivas das economias avançadas: sob o signo da crise, disponível em <http://www.fundap.sp.gov.br>.

8 O plano de estímulo fiscal do governo Obama, denominado American Recovery and Reinvestment Act, prevê gastos discricionários da ordem de 2,1% do PIB em 2009 e 2,4% em 2010.

9 Para avaliar a resistência das instituições, os órgãos federais de supervisão construíram dois cenários para 2009 e 2010. Um cenário básico foi construído com as médias projeções recentes sobre o desempenho do PIB real do desemprego e dos preços dos imóveis, publicados por três órgãos profissionais de previsão. O cenário adverso previa uma recessão mais prolongada e mais profunda para a economia americana do que indicado no cenário básico.

em US\$ 599 bilhões, o que exigiria um “colchão” de capital, *tiers 1*, da ordem de US 185 bilhões. Das dezenove instituições avaliadas, dez não têm capital suficiente para enfrentar uma deterioração adicional da qualidade de seus ativos pelo aprofundamento da recessão e precisam levantar recursos adicionais, descontados os resultados do primeiro trimestre de 2009, da ordem de US\$ 75 bilhões (Quadro 3). O Bank of America foi a instituição com pior desempenho e terá de levantar US\$ 33,9 bilhões. Já o Citibank, cujas ações negociadas em bolsa chegaram a cair abaixo de US\$ 1 no mês de março e que pelas avaliações de mercado estaria em situação desesperadora, além de converter US\$ 52 bilhões de ações preferenciais em ações ordinárias, a maior parte em posse do Tesouro, como terá de obter US\$ 5,5 bilhões de capital adicional (PALETTA e ECKBLA, 2009).

QUADRO 3. RESULTADO DO TESTE DE ESTRESSE DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Instituição Financeira	Capital Adicional (US\$ bilhões)	Perdas Potenciais Estimadas para 2009 e 2010 (US\$ bilhões)	Área com maior potencial de perdas	Recursos recebidos do TARP (US\$ bilhões)
Bank of America	33,9	136,6	Trading e derivativos	45,0
Wells Fargo	13,7	86,1	Hipotecas residenciais	25,0
GMAC ¹	11,5	9,2	Empréstimos a consumidores e outros obrigações	5,0
Citigroup	5,5	104,7	Trading e derivativos	45,0
Regions Financial ²	2,5	9,2	Hipotecas comerciais	2,5
Sun Trust ²	2,2	11,8	Hipotecas residenciais secundárias	4,9
KeyCorp ²	1,8	6,7	Hipotecas comerciais	2,5
Morgan Stanley	1,8	19,7	Trading e derivativos	10,0
Fifth Third Bancorp ²	1,1	9,1	Hipotecas comerciais	3,4
PNC Financial Services ²	0,6	18,8	Hipotecas residenciais secundárias	7,6
BB&T ²	Nenhum	8,7	Hipotecas comerciais	3,1
MetLife ³	Nenhum	9,6	Securities	Nenhum
Capital One Financial	Nenhum	13,4	Empréstimos a consumidores e outros obrigações	3,6
Bank of N.Y. Mellon ⁴	Nenhum	5,4	Securities	3,0
Goldman Sachs	Nenhum	17,8	Trading e derivativos	10,0
State Street ⁵	Nenhum	8,2	Empréstimos a consumidores e outros obrigações	2,0
American Express ⁶	Nenhum	11,2	Cartão de crédito	3,4
U.S. Bancorp ²	Nenhum	15,7	Hipotecas comerciais	10,0
JP Morgan Chase	Nenhum	97,4	Cartão de crédito	25,0
TOTAIS	75,0	599,3		211,0

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results. May 7, 2009. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

Notas: 1. Braço financeiro da General Motors. Foi transformada em *bank holding company* em 2009.

2. Banco regional.

3. Seguradora.

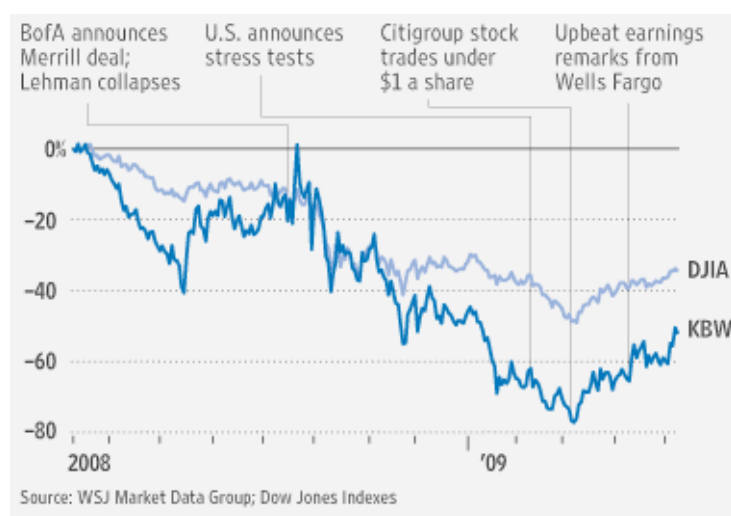
4. Banco custodiante.

5. Gestora de Investimento.

ADMINISTRADORA DE CARTÃO DE CRÉDITO.

A divulgação do teste de estresse animou as bolsas de valores globais e, sobretudo, valorizou as ações das instituições financeiras americanas, que desde o colapso do Lehman Brothers amargavam brutal desvalorização (Gráfico 2)¹⁰. Esse movimento facilitou a captação de recursos mediante a emissão adicional de ações. Até o final do mês de maio, as principais instituições financeiras americanas já haviam levantado US\$ 65 bilhões de capital adicional, o que corresponde a quase 87% do total necessário segundo as estimativas do Fed. O Bank of America foi um dos que conseguiu levantar praticamente todo o capital necessário, combinando emissão de ações, conversão de ações preferenciais em ordinárias e vendas de ativo.

GRÁFICO 2. EFEITO DO TESTE DE ESTRESSE



Extraído de Paletta e Eckbla (2009).

Nota: DIJA = Dow Jones Industrial Average; KBW Bank Index.

Também instituições que estão com nível de capital adequado captaram US\$ 7 bilhões, com intuito de devolver o aporte recebido com recursos do TARP e, assim, livrarem-se das limitações às remunerações dos executivos. Esse foi o caso do Goldman Sachs, que obteve US\$ 5 bilhões com um lançamento de ações e captou outro US\$ 1,9 bilhão mediante a venda de parte de sua participação no Banco Industrial e Comercial da China (BICC).

Em contraste com a melhora na percepção de risco em relação às instituições americanas¹¹, as economias da Área do Euro enfrentam ainda o desafio de restaurar a confiança no sistema financeiro. Não obstante a elevação das garantias de depósitos e dos expressivos aportes de capital realizados no último trimestre de 2008 pelos governos europeus nas instituições financeiras domésticas afetadas pela crise financeira global, os bancos europeus sofrem com a desconfiança dos investidores, que cresceu após a divulgação do resultado do teste de estresse imposto pelo governo Obama às dezenove maiores instituições financeiras americanas. Os governos europeus resistem, no entanto, fortemente à ideia de divulgar informação

10 No dia do anúncio do resultado do teste de estresse, as ações do Citibank negociadas na bolsa de Nova Iorque subiram 5% enquanto as do Bank of America tiveram alta de 6%.

11 Ressalte-se que a recuperação da confiança no sistema financeiro americana está sendo considerada bastante exagerada por alguns analistas do mercado financeiro. Também o FMI tem insistido que as perdas potenciais são muito maiores do que as reveladas pelo teste de estresse. Nas estimativas do Fundo, divulgadas Global Financial Stability Report de abril de 2009, as perdas ainda não contabilizadas pelos bancos montam a US\$ 2,7 trilhões, o que elevaria o total de perdas desde a eclosão da crise a US\$ 4,0 trilhões.

sobre a saúde financeira dos seus bancos, embora já tenham decidido realizar um teste de estresse pan-europeu como sugerido em maio de 2009 pelo secretário do Tesouro Timoty Geithner e também pelo FMI.

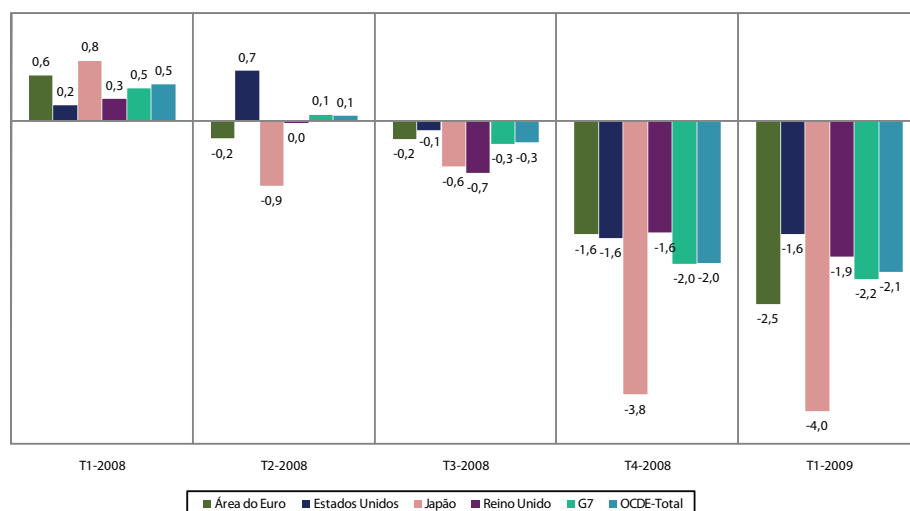
Segundo a imprensa, o Comitê Europeu de Supervisores Bancários, sediado em Londres, já teria realizado testes com base em cenários de recessão elaborados pelo BCE para cada país, cujos resultados permanecem, contudo, secretos (THE REG..., 2009). Porém, a incerteza em relação às possíveis perdas futuras e ao volume de capital necessário para absorvê-las pode dificultar a captação de recursos por parte dos bancos europeus, resultando em contração do crédito. Dada a dimensão relativamente reduzida do mercado de capitais e o predomínio do crédito bancário no financiamento das empresas, as dificuldades dos bancos na obtenção de capital e/ou de *funding* podem redundar no aprofundamento da já severa recessão na Área do Euro.

O DESEMPENHO RECENTE DAS ECONOMIAS AVANÇADAS E PERSPECTIVAS

Com o agravamento da crise financeira a partir de setembro de 2008, as condições econômicas das principais economias avançadas se deterioraram rapidamente, gerando efeitos realimentadores que afetam a solvência das instituições financeiras e aumentam o risco de deflação dos débitos e de ativos. Em particular, nos Estados Unidos, a combinação de queda nos preços dos ativos, contração do crédito e o aumento do desemprego desencadeou forte e rápida retração do consumo, com efeito sobre a demanda externa de vários países, dentre os quais Alemanha e Japão, cujas economias possuem um importante *driver* exportador.

Os dados do PIB mostram que as economias avançadas entraram em recessão sincronizada no quarto trimestre de 2008, avaliada como a mais severa desde o pós-guerra (Gráfico 3). Tomando com base a inflexão do produto, o conjunto das economias que integram a OCDE estão em declínio a três trimestres. Chama a atenção o fato de que as atividades econômicas nos países da Área do Euro e no Japão começaram a contrair-se antes mesmo do aprofundamento da crise em setembro de 2008, em razão da forte alta dos preços do petróleo. Essas economias estão em retração a quatro trimestres, registraram taxas negativas do PIB mais expressivas do que as verificadas nos Estados Unidos, epicentro da crise. O Japão, em particular, foi fortemente atingido pela retração da demanda externa por automóveis, eletrônicos e bens de capital.

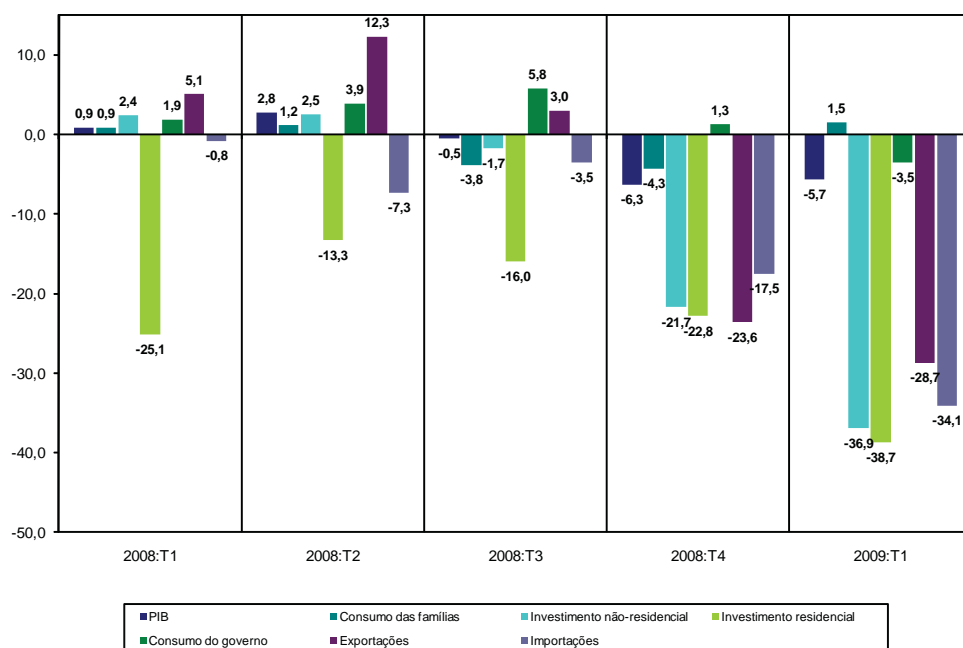
GRÁFICO 3. OCDE — CRESCIMENTO DO PIB (VARIAÇÃO % EM RELAÇÃO AO PERÍODO ANTERIOR, COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: OCDE. Elaboração Grupo de Conjuntura - Fundap

Nos Estados Unidos, a escalada da crise financeira resultou em uma desalavancagem desordenada das instituições financeiras, conduzindo a interrupção dos fluxos de crédito para consumidores e empresas. Do lado das famílias, além da dificuldade em obter crédito e da incerteza em relação à manutenção do emprego, elas estão enfrentando pesadas perdas associadas à queda no valor dos ativos financeiros e dos preços das residências, o que ocasionou uma forte retração do consumo. Do lado das empresas, o crédito caro e escasso, a elevação no nível de estoque e a incerteza em relação às respostas de política conduziram rapidamente à deterioração das expectativas e ao colapso do investimento produtivo. Não obstante a política anticíclica do governo, o impacto sobre a atividade econômica se fez sentir de maneira abrupta e generalizada no último trimestre de 2008, com recuo do PIB em 6,3% em termos anualizados (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. PIB DOS ESTADOS UNIDOS (VARIAÇÃO % EM RELAÇÃO AO PERÍODO ANTERIOR COM AJUSTE SAZONAL ANUALIZADA (%))

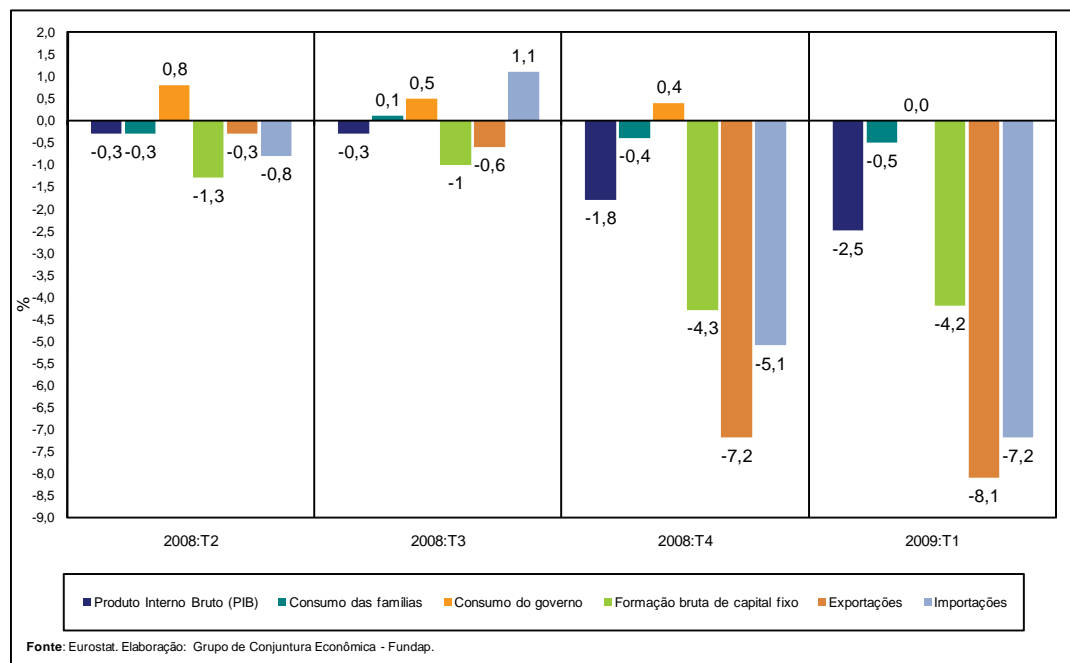


Fonte: BEA. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

A Área do Euro foi fortemente atingida pelos mesmos fatores que provocaram a forte retração da economia americana: sistema financeiro sob fortes turbulências, preço dos imóveis em queda intensa e contração da produção industrial, severamente afetada pelo declínio na demanda de bens duráveis. A ausência de políticas amplas e coordenadas comprometeu a efetividade das medidas pontuais adotadas pelos diferentes governos, o que resultou em queda real do produto da ordem de 1,8% (-6%, em termos anualizados) no último trimestre de 2008 e de 2,5% no 1º trimestre de 2009 (Gráfico 5), puxada pela expressiva retração dos investimentos e da exportações.

Além da maior dependência em relação ao dinamismo das exportações, as economias da Área do Euro sofrem as consequências dos limites rígidos para o déficit público, no âmbito do Pacto de Crescimento e Estabilidade e da reação tímida do BCE à deterioração das condições econômicas e financeiras na Área do Euro quando comparada à ação anticíclica do Federal Reserve e do Banco da Inglaterra. Embora a Comissão Europeia tenha aprovado, como já mencionado, no final de 2008, um plano de estímulo fiscal

GRÁFICO 5. PIB DA ÁREA DO EURO (VARIÇÃO EM RELAÇÃO AO PERÍODO ANTERIOR COM AJUSTE SAZONAL)



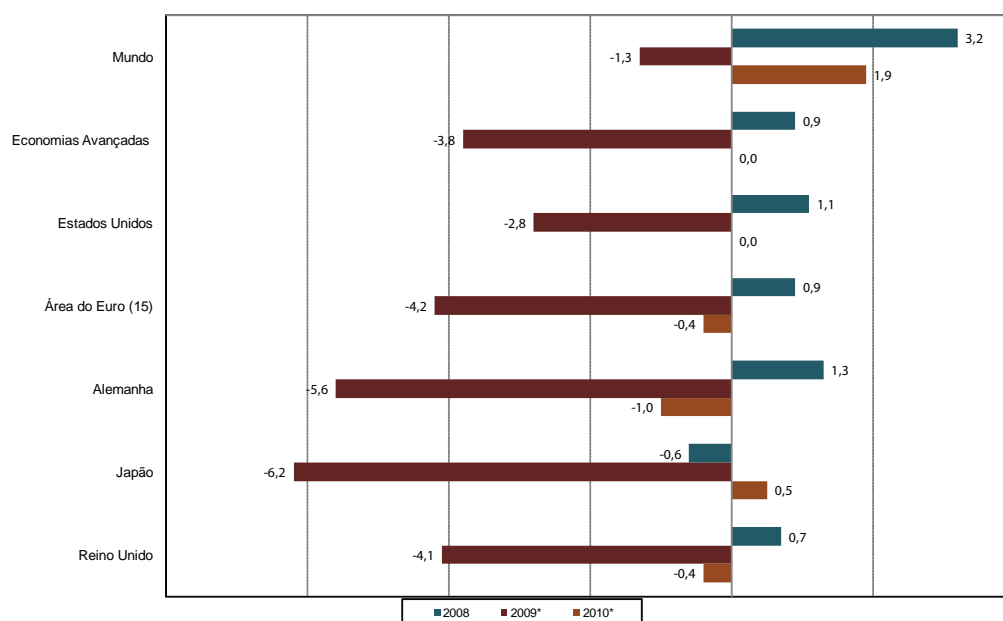
de 1,5% do PIB, permitindo, para tanto, a ampliação do endividamento público, a gravidade da recessão em curso exige estímulos fiscais adicionais que não são vistos com bons olhos nem pelo governo alemão nem pelo BCE, preocupados com impacto inflacionário da elevação do déficit fiscal.

No seu relatório semestral, *World Economic Outlook*, publicado no final do mês de abril, o FMI analisa as perspectivas da economia avançadas em 2009 e 2010. Na avaliação do FMI, a variável-chave para a saída da crise e para a recuperação das economias será o progresso no saneamento e reestruturação do sistema financeiro. Todavia, o relatório afirma que, mesmo assumindo vigoroso suporte das políticas macroeconômicas anticíclicas, o cenário prospectivo para as economias avançadas indica uma prolongada recessão, a mais severa e profunda desde a Grande Depressão. As estimativas do Fundo apontam para retração do produto da ordem de 3,8% em 2009 e variação nula em 2010 (Gráfico 6), com forte aumento do desemprego, que deverá atingir 9,2% em 2010 (8,1% em 2009 e 5,8% em 2008).

Para os Estados Unidos, prevê-se contração do PIB da ordem 2,8% em termos reais em 2009, não obstante o prognóstico de que a atividade econômica começará a reagir no segundo trimestre de 2009, com o suporte fiscal à demanda e menor ajustamento de estoques. Já para Área do Euro, as estimativas indicam decréscimo do PIB de 4,2% em 2009 e de 0,5% em 2010, o que fará dessa recessão a pior desde a 2ª Grande Guerra. A recessão econômica em 2009 será particularmente severa na Alemanha (-5,6% do PIB). As previsões indicam que o PIB real do Japão deverá contrair 6,2% em 2009. A economia japonesa deverá sair da recessão em 2010, quando o PIB deverá registrar variação positiva de 0,5%, estimulada por um substancial pacote de estímulo fiscal anunciado no início de abril.

Essas previsões dependem consideravelmente, segundo o FMI, de iniciativas de política voltadas à mitigação da recessão e à promoção da recuperação. A iniciativa mais urgente é restaurar a higidez das instituições financeiras mais importantes, removendo os ativos ilíquidos dos balanços e, ao mesmo tempo, estimular a demanda privada para romper com o ciclo vicioso de queda nos preços dos ativos, perdas crescentes das instituições financeiras e restrições do crédito.

GRÁFICO 6. PROJEÇÕES PARA AS ECONOMIAS AVANÇADAS — PIB REAL (% A.A.)



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADDING..., Adding up the Government's total bailout tab. *New York Times*, February 23, 2009.

BARBER, Tony. The European fiscal stimulus and the trick cigar. *Financial Times*, December 15, 2008.

BERNANKE, Ben, *Federal Reserve Programs to Strengthen Credit Markets and the Economy*, testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 10, 2009. Disponível em <http://www.federalreserve.org>

FMI – Fundo Monetário Internacional. *World Economic Outlook*, April, 2009. Disponível em <http://www.imf.org>

_____. *Global Finance Stability Report*, April 2009.

_____. IMF Says Euro Area Still Needs to Clean Up Banking Sector. *IMF Survey online*, June 8, 2009 Disponível em <http://www.imf.org>

FMOCC - Federal Open Market Committee. Federal Reserve press release. March 18, 2009. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2009monetary.htm>

GUERRERA et al., US banks attract \$11.5bn in a day, *Financial Times*, May 8, 2009.

KATZ, Ian, FASB eases fair-value rules amid lawmaker pressure, *Bloomberg*, April 2, 2009. Disponível em <http://www.bloomberg.com>

NYFRB - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. *Domestic open market operations during 2008*, January 28, 2009. Disponível em <http://www.ny.frb.org>

OAKLEY, David. Covered bonds revived by ECB buying spree, *Financial Times*, May 18 2009.

OCDE – Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *OECD Economic Outlook: interim report*, Paris: OCDE, March 2009.

PACKER, Frank; STEVER, Ryan; UPPER, Christian. The covered bond market. *BIS Quarterly Review*, p. 43-55, September, 2007. Disponível em <http://www.bis.org>

PALETTA,D.; ECKBLA, M. How the stress tests stopped the market bleeding, *Wall Street Journal*, May 8, p. A14, 2009.

TEST..., Test of nervous. *The Economist* print edition April 23rd 2009 Disponível em <http://www.economist.com>

THE MON..., The monetary policy maze, *The Economist* print edition, April 23rd 2009. Disponível em <http://www.economist.com>

THE REG... The regulatory rumble begins. *The Economist* print edition, May 28th 2009.

ANEXOS

QUADRO 1. PROGRAMAS DE EMPRÉSTIMOS DO FEDERAL RESERVE CRIADOS A PARTIR DE SETEMBRO DE 2008

Programa	Data	Descrição	Objetivo	Beneficiárias
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Lending Facility (AMLF)	19/9/08	Fornecimento de <i>funding</i> para as instituições bancárias adquirirem ativos securitizados de alta qualidade lastreados em <i>commercial papers</i> (ABCP) dos fundos mútuos de investimento	Ampliar a liquidez do mercado de <i>commercial papers</i> e viabilizar a concessão de crédito às famílias e empresas	Instituições depositárias, <i>holding</i> bancárias e agências e sucursais americanas de bancos estrangeiros
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	7/10/09	Empréstimo por três meses, com colateral de novos <i>commercial papers</i> denominados em dólar e ativos lastreados em <i>commercial papers</i>	Ampliar a liquidez do mercado de <i>commercial papers</i> e viabilizar a concessão de crédito às famílias e empresas	Empresas americanas e subsidiárias americanas de empresas estrangeiras
Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)	21/10/08	Empréstimos de recursos e títulos subordinados	Ampliar a liquidez do mercado de <i>commercial papers</i> e viabilizar a concessão de crédito às famílias e empresas	Fundos Mútuos de Investimento
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)¹	25/11/08	Empréstimo de até três anos, com colateral de títulos lastreados em ativos de alta qualidade, recém-emitidos e denominados em dólares	Garantir liquidez aos mercados de crédito securitizados	Todos os americanos detentores de ativos financeiros elegíveis

Fonte: Federal Reserve Bank of New York. *Domestic open market operations during 2008*, January 28, 2009 e site do Board do Fed. Elaboração Grupo de Conjuntura - Fundap.

Nota: Em 10 de fevereiro e em 23 de março de 2009, esse programa foi ampliado tanto em termos de volume como de ativos elegíveis.

QUADRO 2. PROGRAMA DE SANEAMENTO DOS ATIVOS PROBLEMÁTICOS (TARP): DESTINO DOS RECURSOS

Programas	Tipo de Transação	Beneficiários	Recursos liberados pela administração Bush	Recursos liberados pela administração Obama
Programa de Compra de Capital (PPC)	Compra de ações preferenciais	Bancos, instituições de poupança e empréstimos, bancos comunitários	US\$ 193,8 bilhões	US\$ 5,6 bilhões
Instituição em Falência com Impacto Sistêmico	Compra de ações preferenciais	AIG	US\$ 40 bilhões	US\$ 29,8 bilhões
Programa de Financiamento da Indústria Automotiva	Compra de ações preferenciais e/ou títulos de dívida	General Motors Corporation, Chrysler Holding LLC e suas financeiras	US\$ 20,8 bilhões	US\$ 64,5 bilhões
Programa de Investimento Focado (TIP, na sigla em inglês)	Compra de ações preferenciais	Citigroup e Bank of America	US\$ 40 bilhões	
Programa de Garantia de Ativos	Garantia	Citigroup	US\$ 5 bilhões	
Programa de Investimento e Iniciativa em prol do Crédito às Empresas e aos Consumidores	Compra de títulos de dívida	TALF LLC (veículo de propósito especial), criado pelo Federal Reserve de Nova Iorque		US\$ 20 bilhões, dos US\$ 100 bilhões empenhados
Programa de Hipotecas	Compra de instrumento financeiro para modificação de contrato de hipoteca	Mutuários de hipotecas residenciais		US\$ 15,2 bilhões, dos US\$ 50 bilhões empenhados

Fonte: U.S. Treasury Department. *Troubled Asset Relief Program: transaction report*. Disponível em <http://www.financialstability.gov/docs/transaction-reports>. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

QUADRO 3. PLANO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA DO GOVERNO OBAMA

Eixos	Elementos Principais	Objetivos
Financial Stability Trust	Teste de estresse Programa de Assistência em Capital Criação do Financial Stability Trust para administrar as participações do Tesouro no capital dos bancos	Garantir que os bancos americanos estavam capitalizados para continuar emprestando
Fundo de Investimento Público e Privado	Constituição de um fundo de investimentos com recursos entre US\$ 500 bilhões e US\$ 1 trilhão.	Sanear a carteira de ativos ilíquidos dos bancos
Iniciativa em prol do Crédito às Empresas e aos Consumidores	Ampliação para US\$ 1 trilhão e mudança de escopo do TALF, programa de empréstimos criado pelo Fed em novembro de 2008	Destruir o mercado secundário de crédito, no qual são negociados títulos securitizados (ABS, na sigla em inglês), e assim reativar o crédito para empresas e consumidores
Plano de Transparência, Monitoramento, Prestação de Contas e Condições	Monitoramento da ampliação do crédito pelos bancos que receberam suporte financeiro Restrição ao pagamento de dividendos e remuneração dos executivos Proibição de interferência política dos lobistas na alocação dos recursos do Plano de Estabilidade Financeira Obrigatoriedade de divulgação das informações na Web	Garantir aos contribuintes que o suporte financeiro governamental não tem outro propósito que o interesse público e o fortalecimento da economia.
Suporte aos Mutuários e Prevenção de Execuções de Hipotecas	Promover a redução dos juros das hipotecas Promover a repactuação das hipotecas, de forma a reduzir o peso da prestação mensal na renda dos mutuários	Prevenir inadimplência dos mutuários e a retomada de imóveis
Iniciativa em prol do crédito às pequenas empresas e às comunidades locais	Ampliação da garantia governamental aos empréstimos à micro e pequenas empresas Reduzir o custo dos empréstimos	Destruir o crédito para as micro e pequenas empresas

Fonte: Department of Treasury – *Financial Stability Plan*: Fact sheet, February 10 2009.
Disponível em <http://www.ustreas.gov> . Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.