



# **A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E O EFETO-CONTÁGIO NA ECONOMIA BRASILEIRA**

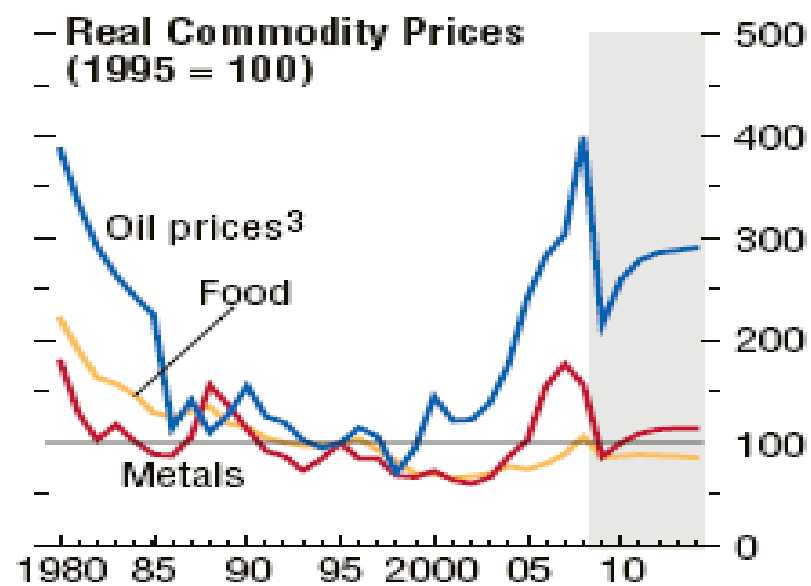
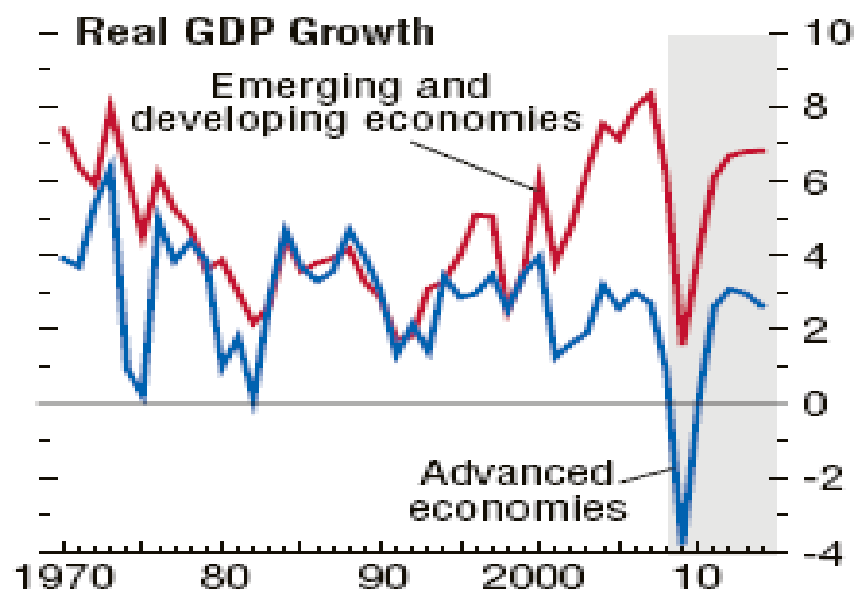


**Dr. Geraldo Biasoto Jr.**  
Diretor Executivo  
*Fundação do Desenvolvimento Administrativo*  
**FUNDAP**

# Uma crise sistêmica?

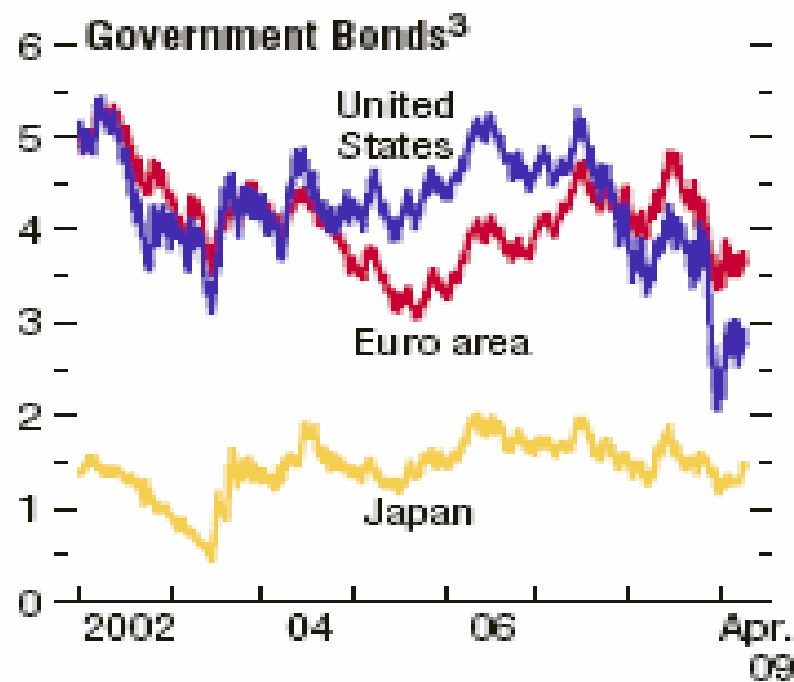
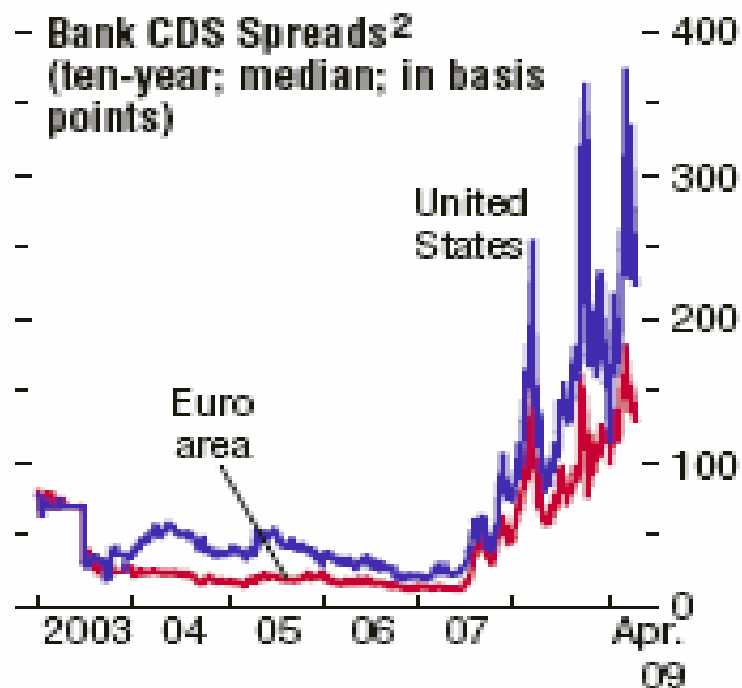
- crise de crédito clássica - prejuízos quantificáveis
- crise financeira e bancária - prejuízos de difícil quantificação (os derivativos de crédito e os produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido)
- a liquidez interbancária persistiu restrita, apesar das contínuas e volumosas injeções de liquidez pelas autoridades monetárias

# O tombo do PIB e das Commodities



Fonte: World Economic Outlook, Fundo Monetário Internacional, abril, 2009.

# A crise financeira internacional



<sup>2</sup> swaps de crédito (Credit default swaps) considerados derivativos (circular 3106 de 10 de abril de 2002, Bacen)

<sup>3</sup> Títulos de dez anos.

Fonte: World Economic Outlook, Fundo Monetário Internacional, abril, 2009.

# Global Shadow Banking System

- Instituições que funcionavam como bancos, captando recursos no curto prazo, altamente alavancadas, investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos.
- Interação entre bancos universais e as demais instituições financeiras nos opacos mercados de balcão => retirar os riscos de crédito de seus balanços e cumprir índices dos Acordos de Basileia.
- proteção contra os riscos de crédito nos mercados de derivativos, emitindo títulos de securitização de créditos com rendimento atrelado aos reembolsos devidos pelos tomadores de empréstimos e criando veículos especiais de investimento (Special Investments Vehicles ou SIV), conduits ou SIV-lites.

# Global Shadow Banking System

- Falha de regulação (sem reservas de capital, sem acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos bancos centrais)
- **vulneráveis**, seja a uma corrida dos investidores (saque dos recursos ou desconfiança dos aplicadores nos mercados de curto prazo), seja a desequilíbrios patrimoniais (desvalorização dos ativos em face dos passivos)
- Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (broker-dealers), os hedge funds, os fundos de investimentos, os fundos private equity, os SIV, os fundos de pensão e as seguradoras

# Global Shadow Banking System

- Nos EUA os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas - Fannie Mae e Freddie Mac)
- Também deve ser salientado o papel das **agências de classificação de riscos (*rating*) na constituição do GSBS**. Essas agências tiveram um crescimento acelerado e registraram forte elevação de lucros com a expansão da securitização dos ativos de crédito (*asset backed securities*).
- *montagem* dos “pacotes de crédito” que lastreavam os títulos securitizados, de forma a garantir a melhor classificação possível, as agências tiveram participação relevante na criação **do mito que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco” em mercados secundários**

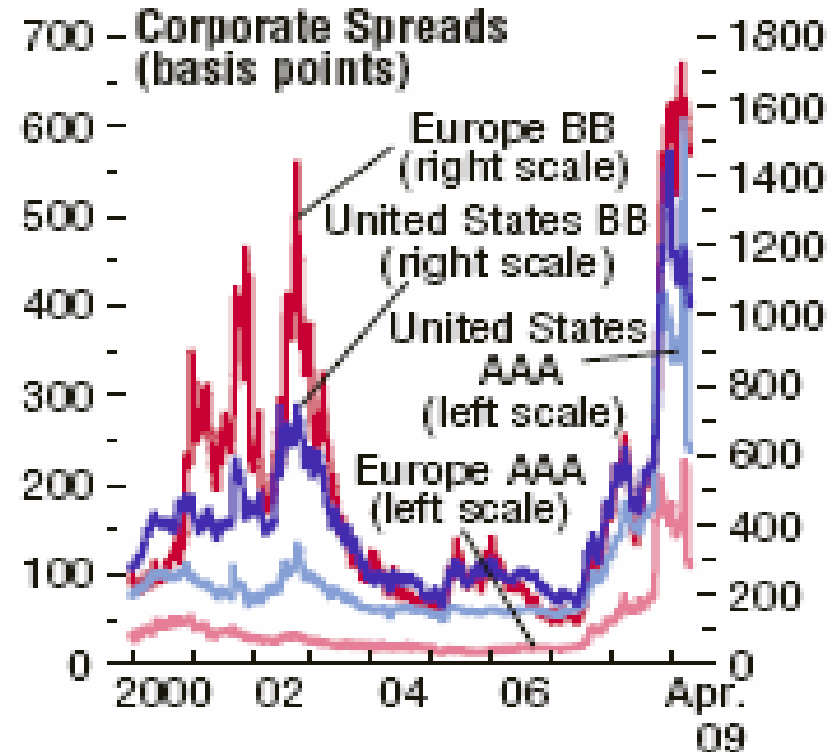
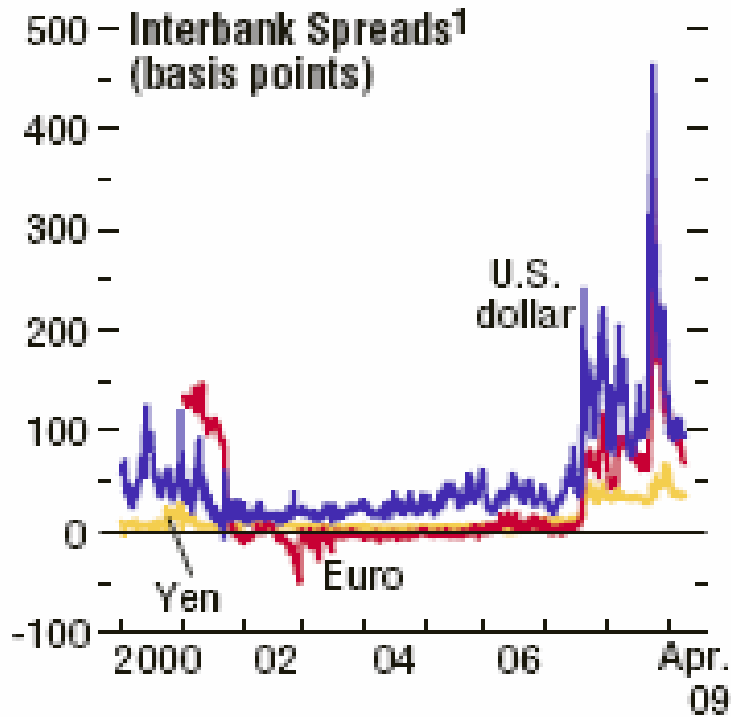
# A crise financeira internacional

- Em 30 de julho de 2008, o Congresso americano autorizou o Tesouro a injetar US \$100 bilhões em cada uma das instituições e permitiu o refinanciamento de até US\$ 300 bilhões de empréstimos imobiliários, para manter os proprietários em suas casas e conter as execuções de hipotecas (*foreclosures*) e a deflação nos preços dos imóveis.
- A inédita ação se explica pela magnitude dos passivos dessas companhias e pelo fato de parte significativa de seus títulos ter sido adquirido por **bancos centrais estrangeiros**.

# A crise financeira internacional

- Em junho de 2008, a dívida total das agências federais americanas detida por estrangeiros somava US\$ 1,6 trilhão, sendo US\$ 1,1 trilhão em portfólios de credores oficiais e US\$ 546,7 bilhões de credores privados
- As seguradoras assumiram posições relevantes no global shadow banking system (GSBS) e tiveram perdas irreparáveis; paralelamente, os *bancos universais* — *contrapartes do GSBS* — registraram prejuízos crescentes.
- As *estimativas* das perdas são incompletas e conflitantes. Para o FMI, **as perdas de hipotecas e de ativos respaldados por hipotecas podem atingir a US\$ 1,4 trilhão**. O mesmo documento aponta que essas perdas podem ser maiores ainda se as economias desenvolvidas continuarem se deteriorando.

# A crise financeira internacional

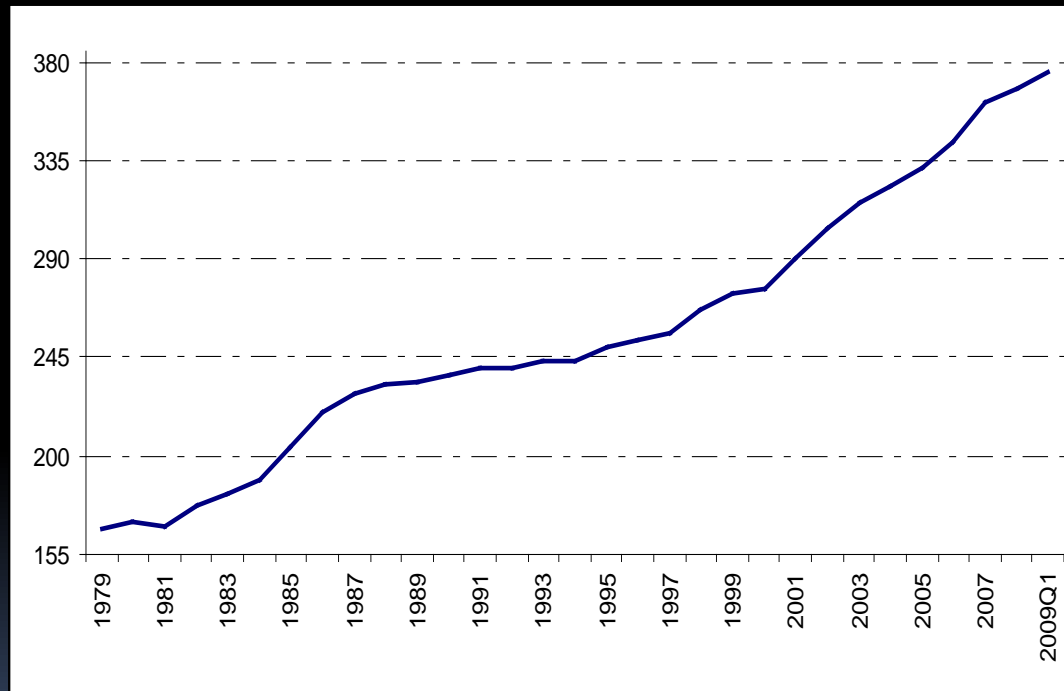


<sup>1</sup> spreads interbancários.

Fonte: World Economic Outlook, Fundo Monetário Internacional, abril, 2009.

# Fuga para ativos mais seguros

## Estoque total de dívida dos EUA – em % do PIB (1979/2009)

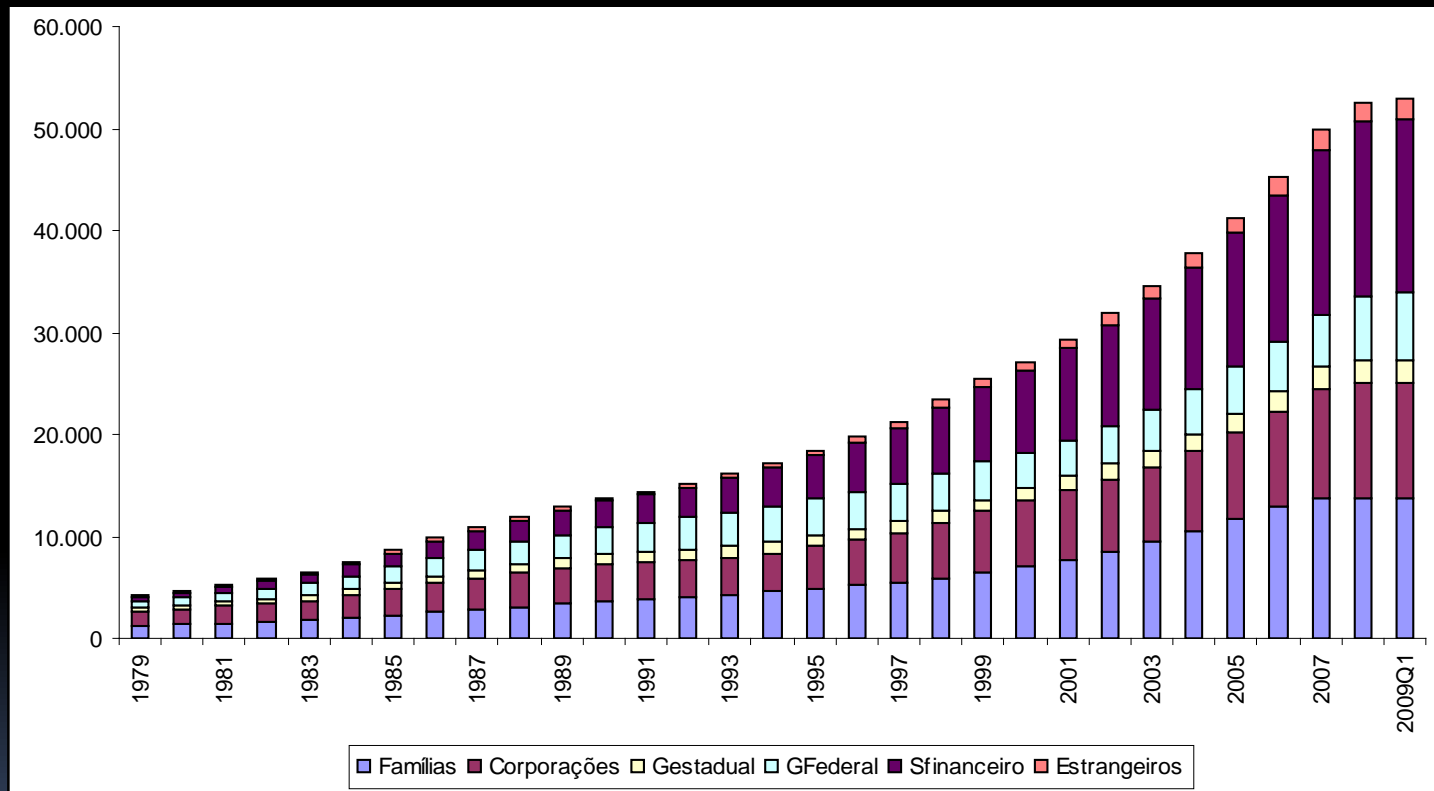


Fonte: Federal Reserve, *Flow of Funds*, 11 junho de 2009.

Nota: O valor de 2009 corresponde ao do primeiro trimestre anualizado.

# Fuga para ativos mais seguros

Estoque total de dívida dos EUA, por setor  
– em US\$ bilhões (1979/2009)

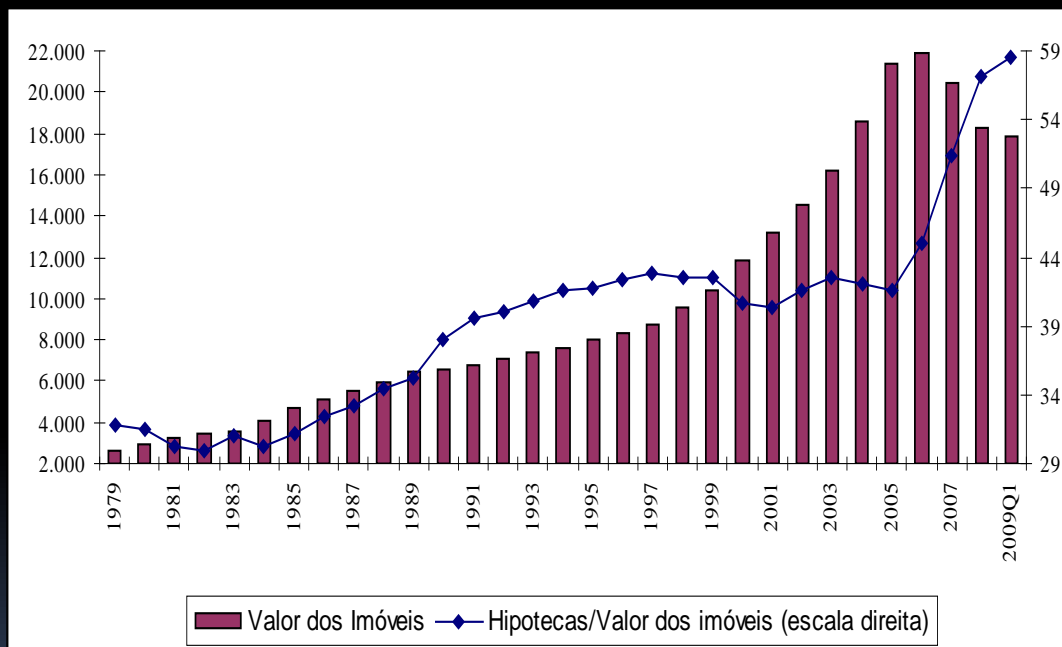


Fonte: Federal Reserve, *Flow of Funds*, 11 junho de 2009.

Nota: O valor de 2009 corresponde ao do primeiro trimestre anualizado.

# Desvalorização das garantias

Valor dos imóveis residenciais e grau de alavancagem das famílias – em US\$ bilhões e em % (1979/2009)



Fonte: Federal Reserve, *Flow of Funds*, 11 junho de 2009.

Nota: O valor de 2009 corresponde ao do primeiro trimestre anualizado.

# Os riscos sistêmicos estão controlados?

- **os produtos negociados no mercado de balcão não têm cotação oficial.** Os preços são livremente acordados entre as partes e não são transparentes, uma vez que não são tornados públicos.
- Dificuldades na avaliação de risco da operação no decorrer do período em que a posição é mantida.
- A prática contábil de **mark-to-market (marcação a mercado), pode não ter referência clara e ser apenas aproximativa no que se refere aos derivativos de balcão**
- Mas, as novas normas contábeis (confusas), que deveriam garantir a estabilidade e a transparência do sistema, contribuíram para aumentar sua volatilidade e falta de transparência, provocando com isso uma crise de liquidez acompanhada de uma crise de confiança.

# Os riscos sistêmicos estão controlados?

- As próprias características dos mecanismos de transferência de riscos introduziram novas incertezas. Não se sabe se os riscos foram diluídos entre um grande número de pequenos especuladores ou se concentrados em algumas carteiras.
- um ano após a eclosão da crise os prejuízos persistiram incomensuráveis e sua distribuição continuou em grande parte desconhecida, contribuindo para contrair o volume de crédito (*credit crunch*), *manter elevadas as taxas de empréstimo*, acentuar o desconforto e, por vezes, o pânico dos investidores, desvalorizando ativos mobiliários e imobiliários, além de provocar o empoçamento da liquidez nos mercados interbancários.
- Nos mercados organizados, a transferência dos ganhos e perdas é organizada e garantida pelas câmaras de compensação. Nos mercados de balcão, a inexistência das câmaras de compensação coloca em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora.

# Os riscos sistêmicos estão controlados?

Bank for International Settlements (BIS) indica:

- a) **o crescimento renitente dos derivativos de balcão** que, em junho de 2008, alcançaram US\$ 683,7 trilhões em valores aproximados (praticamente 11 vezes o PIB mundial estimado em US\$ 62 trilhões) e US\$ 20,3 trilhões em valores brutos de substituição a preço de mercado, ou seja, um aumento de 28,7% em relação ao semestre anterior;
- b) **uma elevação extremamente acelerada dos valores aproximados** (nacionais) e valores brutos de mercado dos CDS (derivativos de crédito), entre junho de 2007 e junho de 2008, num período em que os negócios com produtos estruturados ligados ao crédito foram praticamente inexistentes.
- Os valores aproximados de CDS atingiram US\$ 57,3 trilhões e os valores brutos de substituição a preço de mercado, US\$ 3,2 trilhões.

# Os riscos sistêmicos estão controlados?

- **A quebra das instituições insolventes e o desaparecimento da liquidez dos instrumentos financeiros mais exóticos foram promovendo um acentuado processo de desalavancagem e uma reconfiguração forçada do sistema financeiro global.**
- o risco sistêmico de um desmoronamento do sistema financeiro como um todo tornou cada vez mais inevitável a adoção de um **sistema mais abrangente de regulação e supervisão.**
- Isso deverá implicar uma consolidação das **diversas agências regulatórias, tanto na Europa como nos Estados Unidos.**
- Um dos pilares da proposta de reestruturação da estrutura regulatória do sistema financeiro dos Estados Unidos, encaminhada ao Congresso no final de março de 2008, **consistiu exatamente na consolidação das diversas agências reguladoras do país.** O Federal Reserve teria poderes ampliados, passando a supervisionar, além das holdings financeiras, os bancos de investimento, seguradoras e fundos de investimento (inclusive hedge funds).

# O mundo voltará a crescer até 2010?

- Endividamento do consumidor americano é muito alto
- Crédito imobiliário não será retomado
- Fundos de Pensão incorreram em perdas ainda não medidas
- Pacote Obama deve garantir a administração do colapso da demanda, mas não pode promover a retomada
- A crise também atingiu grandes corporações americanas do setor produtivo
- A fuga para o dólar pode não ser tão duradoura
- A China deve se manter, mas tem perfil para se reconverter rapidamente ao mercado interno
- Papel dos EUA (o deficitário) não será o da China
- Europa sempre em tendência depressiva, sendo que o Leste vai se desfazendo

# O mundo voltará a crescer até 2010?

- Uma reversão do ciclo econômico é resultado de descompassos entre a acumulação de capacidade produtiva e a demanda gerada para aquisição de produtos => torna mais pessimistas os produtores que reduzem as decisões de produzir e investir
- A crise atual é mais que isto, porque foi desmontada uma forma de financiar o investimento
- O banco de investimento, que comandava as operações financeiras do Global Shadow Banking System, simplesmente desapareceu
- A forma de financiar os grandes projetos terá que ser reconstruída (instituições e credibilidade)

# A crise e o Brasil

- **sistema financeiro capitalizado e sem problemas de liquidez.**
- bancos públicos (representam 29,5% do sistema financeiro brasileiro) para ampliar o crédito, em especial o Banco do Brasil e a Caixa.
- O governo consegue **baixar os juros na crise** (acumula uma redução de 4,5 p.p.em 2009), uma medida importante para reduzir os efeitos recessivos - sem prejudicar os grandes bancos privados - cujo patrimônio foi até robustecido pelos juros elevados incidentes sobre a dívida pública.
- **Redução da vulnerabilidade externa** com aumento sistemático no Ativo Externo Bruto, atingindo: Investimento Direto Brasileiro (US\$ 163 bi) e Reservas (US\$190 bi).
- a manutenção do saldo comercial positivo funciona como garantia contra a ocorrência de uma crise cambial.

# A crise e o Brasil

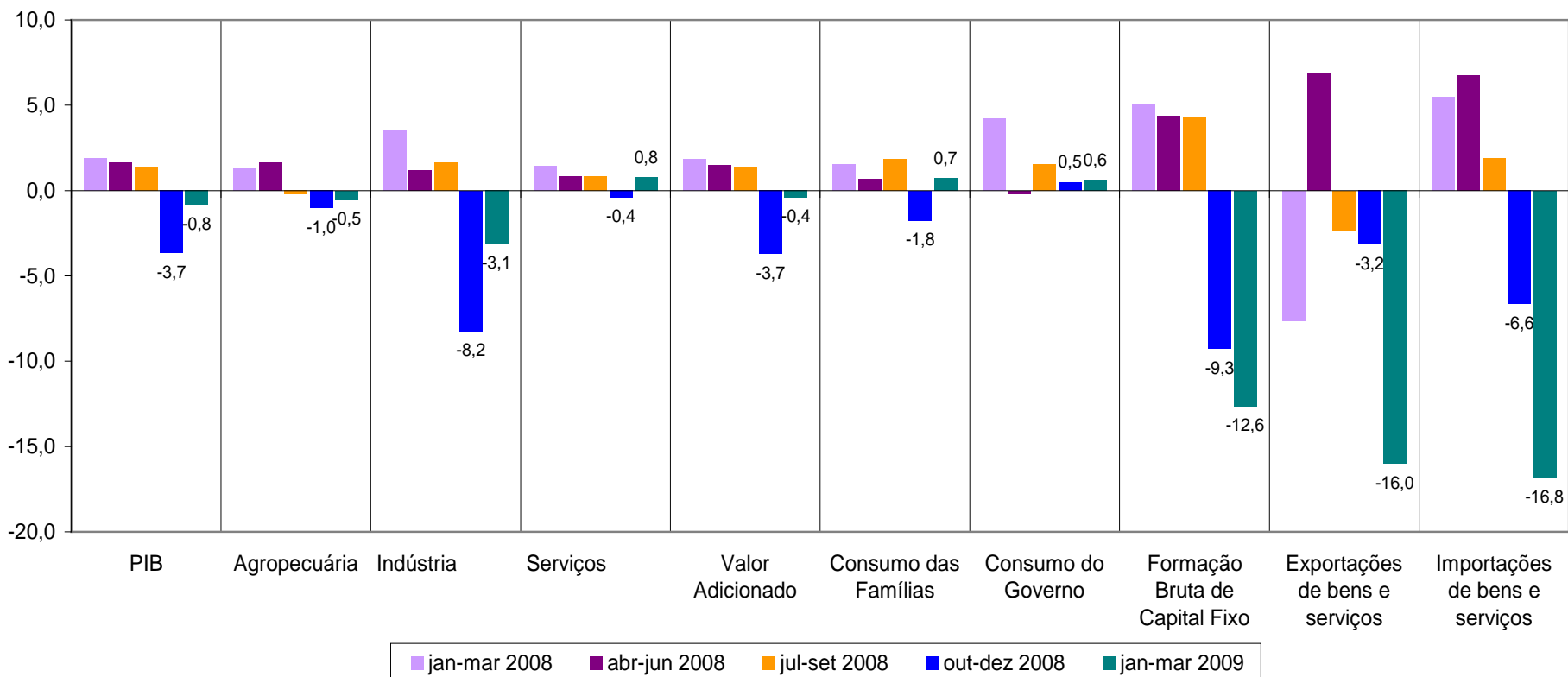
- Mercado cambial organizado e profundo
- **A disciplina e esforço fiscal realizado pelos três níveis de governo, aliado ao saneamento das dívidas dos estados (e alguns grandes municípios), junto aos bancos oficiais, foram pré-condições importantes para amortecer os efeitos da crise;**
- Some-se a isso o fato de que, ao longo de pelo menos oito anos, o país conseguiu **produzir superávits fiscais e reduziu gradualmente a relação dívida pública líquida/PIB e dívida pública externa/PIB.**
- Na área fiscal, o governo conseguiu lançar medidas para conter a queda da indústria – **corte de impostos no setor automobilístico e na linha branca.** Uma carga tributária cumulativa e alta permitem ao governo fazer cortes de impostos seletivos.

# A crise e o Brasil

- Três ordens de receio pairam sobre o desempenho futuro:
  - (i) **o baixo nível de investimento**, que voltou à faixa de 16,6% do PIB, reduz o chamado “PIB potencial” e pode impor restrições à manutenção de uma taxa de juros mais baixa;
  - (ii) **a composição do gasto público anticíclico** (mais despesa corrente com pessoal e custeio e menos investimento) ajuda no curto-prazo, mas tem baixos efeitos multiplicadores no médio e longo prazos, além de poder gerar problemas no equilíbrio das contas fiscais;
  - (iii) **a forte perda de dinamismo nas exportações, especialmente, de manufaturados**, dada a recessão mundial e a apreciação do real em curso, é um fator que poderá impor restrições à inserção futura do país no mercado internacional e dificultar a gestão da política econômica.

# PIB em 2008 e no 1º trimestre de 2009

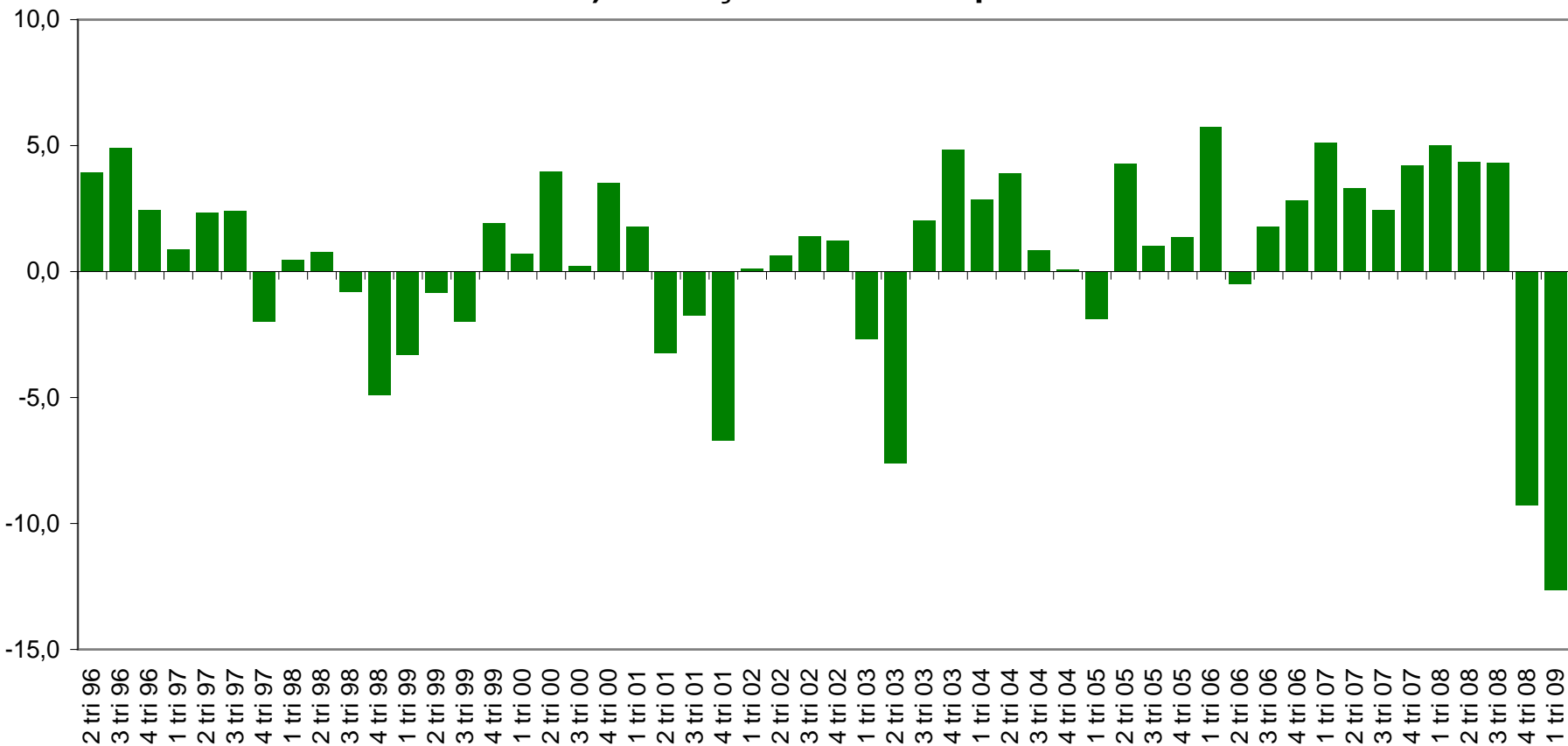
Variação frente ao trimestre anterior - com ajuste sazonal (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

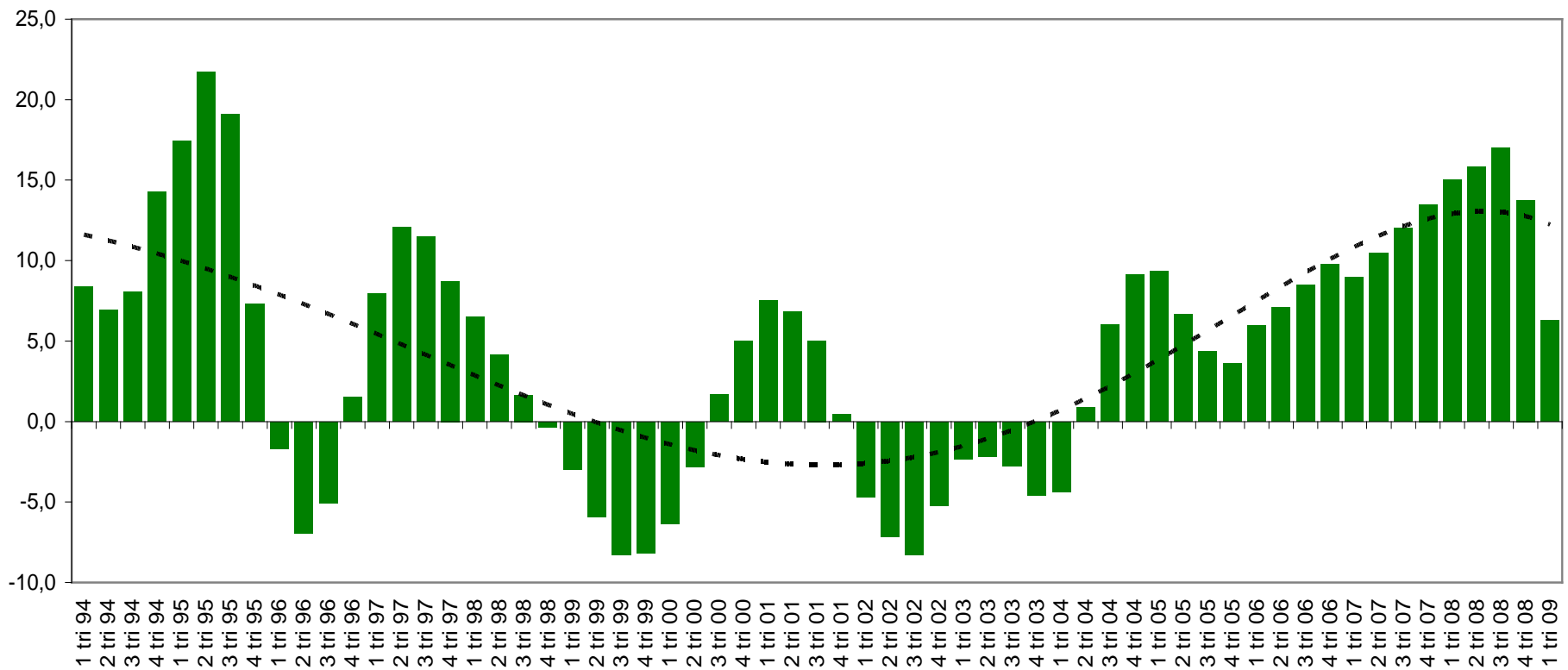
# Formação Bruta de Capital Fixo (com ajuste sazonal)

Taxa de variação em relação ao trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal) Formação Bruta de Capital Fixo



# Formação Bruta de Capital Fixo crescimento acumulado em 4 trimestres

## Taxa de variação acumulada em 4 trimestres - Formação Bruta de Capital Fixo

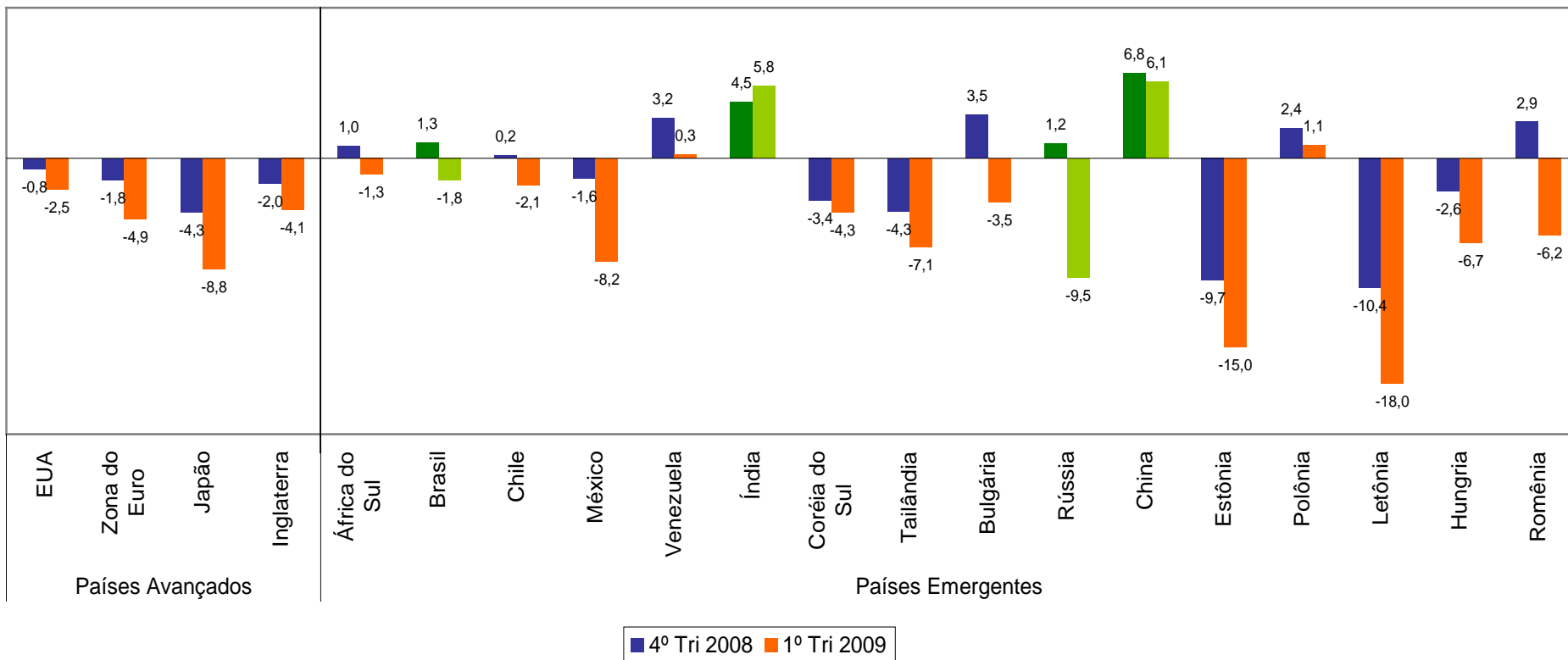


Fone: IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

# PIB - Países selecionados

## 4º trimestre de 2008 e 1º trimestre de 2009

Crescimento do PIB contra o mesmo trimestre do ano anterior (%)



Fonte: FMI, OCDE, Bancos Centrais e Institutos Nacionais de Estatísticas. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

# Emprego Formal

## Saldo das Admissões e Desligamentos (Caged)

TABELA: SALDO DE ADMISSÕES E DESLIGAMENTOS (EMPREGO FORMAL)

Período	Total das Atividades	Extrativa Mineral	Indústria de Transformação	S.I.U.P.	Construção Civil	Comércio	Serviços	Adm Pública	Agropecuária
dez/06	-317.493	-90	-115.376	-352	-35.846	17.369	-66.952	-18.423	-97.823
dez/07	-319.414	128	-142.972	252	-25.881	30.129	-40.795	-18.624	-121.651
<b>dez/08</b>	<b>-654.946</b>	<b>-3.121</b>	<b>-273.240</b>	<b>-980</b>	<b>-82.432</b>	<b>-15.092</b>	<b>-117.128</b>	<b>-28.466</b>	<b>-134.487</b>
abr/06	229.803	1.166	78.481	2.241	12.628	26.656	72.627	3.286	32.718
abr/07	301.991	1.665	103.763	1.317	30.887	36.899	82.768	3.465	41.227
abr/08	294.522	2.068	82.740	1.606	32.071	34.733	97.426	5.251	38.627
<b>abr/09</b>	<b>106.205</b>	<b>-582</b>	<b>183</b>	<b>574</b>	<b>13.388</b>	<b>5.647</b>	<b>59.279</b>	<b>5.032</b>	<b>22.684</b>
<b>dez06 e abr07</b>	-15.502	1.575	-11.613	965	-4.959	54.268	15.816	-14.958	-56.596
<b>dez07 e abr08</b>	-24.892	2.196	-60.232	1.858	6.190	64.862	56.631	-13.373	-83.024
<b>dez08 e abr09</b>	<b>-548.741</b>	<b>-3.703</b>	<b>-273.057</b>	<b>-406</b>	<b>-69.044</b>	<b>-9.445</b>	<b>-57.849</b>	<b>-23.434</b>	<b>-111.803</b>
<b>Composição do saldo (dez09 e abr09)</b>	<b>100</b>	<b>0,7</b>	<b>49,8</b>	<b>0,1</b>	<b>12,6</b>	<b>1,7</b>	<b>10,5</b>	<b>4,3</b>	<b>20,4</b>

Fonte: Caged - M T E

# O debate do pós-crise

- Redução da taxa de juros: até que ponto a simples redução da taxa resolve a miríade de problemas estruturais do país?
- Desmistificando e relativizando as seguintes afirmações: “Aumenta investimentos em infraestrutura, crédito (para PF e PJ) e habitação...”, “resulta em crescimento do PIB...”, “promove a expansão dos mercados de capitais e o fortalecimento do comércio de varejo”...
- Novo modelo de poupança: como ficará com a redução das taxas de juros? Revisão total do modelo.
- Como será a participação do Estado nessa nova etapa?
- Como a economia brasileira funcionaria sem o impulso externo sobre segmentos como agricultura e metais?
- O que fazer com a tendência à valorização cambial?

# O debate do pós-crise

- Reforma tributária ou Remendo? Reformar a lógica da tributação: foco qualitativo.
- Reforma Previdenciária: avanço ou retrocesso?
- Desoneração de exportações e aumento de crédito para empresas exportadoras.
- Reforma do Estado e melhoria na qualidade da gestão pública: foco na qualidade do gasto público e no desenvolvimento de sistemas de avaliação e controles gerenciais.
- Aumentar investimentos: novo modelo de parceria público privada (fonte de financiamento: mercado), novas alternativas jurídicas e modelos de garantias.
- Quais as chances abertas pela crise?