

17 dez 2008

Nº 59

Aprofundamento da crise leva economia mundial à recessão

Por **Gilberto Rodrigues Borça Junior**
Economista da APE

Economia real nos países desenvolvidos já está sendo afetada

A atual crise financeira internacional, iniciada em agosto de 2007 no segmento *subprime* nos EUA, agravou-se, sensivelmente, a partir de meados de setembro de 2008. O evento catalisador desse processo foi a falência do quarto maior banco de investimento norte-americano – o Lehman Brothers. Nessa oportunidade, o governo americano comportou-se de maneira diferente quando da quebra do Bear Stearns¹ em março de 2008. Surpreendentemente, não ar-

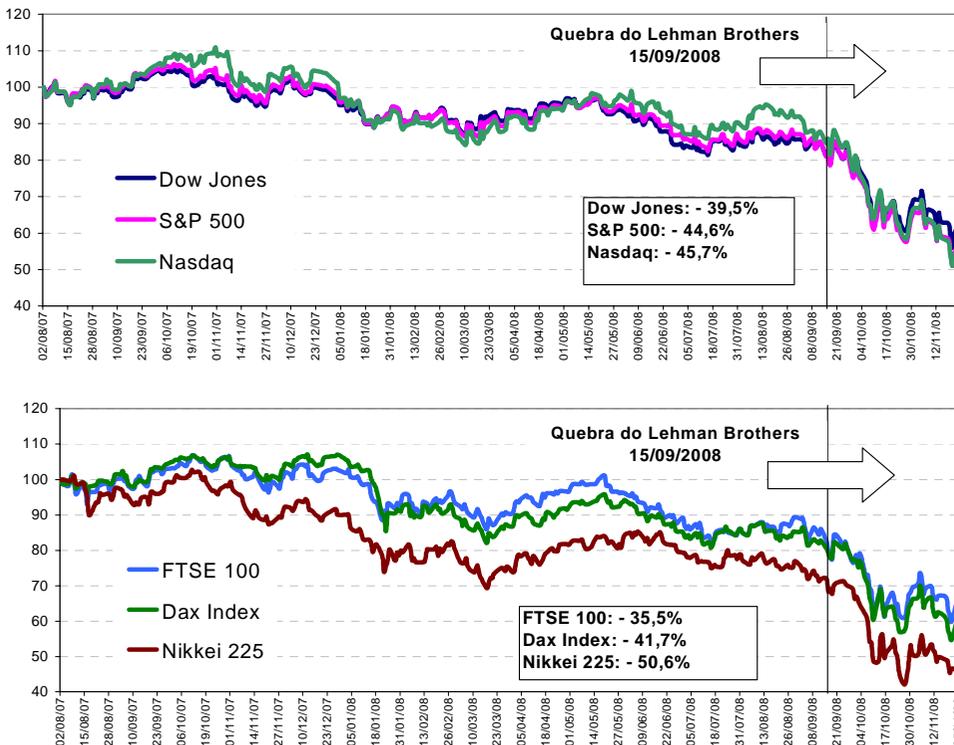
quitetou uma operação de salvamento, deixando o Lehman Brothers entrar em concordata.

As conseqüências dessa opção mostraram-se gravíssimas. Houve uma profunda deterioração nas expectativas dos investidores em escala global, chegando mesmo, em certo sentido, a instaurar momentos de pânico generalizado nos mercados. Bancos e empresas, mesmo aqueles que possuíam, até então, condições saudáveis do ponto de vista financeiro, passaram a ter dificuldades na obtenção de novos recursos e linhas de crédito de curto prazo. Cresceram, também, as preocu-

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

¹ O FED estendeu, em março de 2008, uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a operação de compra do Bear Stearns.

Gráfico 1: Principais Bolsas de Valores do Mundo desde o início da crise (ago/07) dados até novembro



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bloomberg

pações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e seus impactos recessivos sobre o lado real da economia. Portanto, a quebra do Lehman Brothers é, efetivamente, o ponto marcante de agravamento da crise financeira.

O impacto da falência do Lehman Brothers levou o governo americano a retomar as intervenções nos mercados privados. Em conjunto com as principais economias europeias, o FED – banco central americano – e o Tesouro

dos EUA realizaram injeções maciças de liquidez e aportes de capital no sistema financeiro. Essas medidas, apesar de envolverem um amplo volume de recursos, não foram capazes de restaurar, de imediato, as condições normais de operação dos mercados de crédito e de capitais, especialmente no que tange ao funcionamento dos mercados interbancários. Nesse sentido, o objetivo desse trabalho, dando continuidade a análises realizadas nas edições nº 44 e 50 do Visão do Desenvolvi-

mento, é fornecer um panorama dos últimos acontecimentos mais relevantes relativos à crise financeira internacional em curso.

Aumento da incerteza e seus reflexos nos mercados acionários

A quebra do Lehman Brothers, conforme já salientado, agravou profundamente a atual crise financeira internacional. A deterioração das expectativas foi tamanha, que os mais importantes mercados acionários de todo mundo apresentaram, após esse episódio, amplas oscilações em suas cotações. O Gráfico 1 mostra claramente esse processo, com a evolução dos principais índices das bolsas de valores dos EUA, Europa e Japão desde agosto de 2007, estopim da atual crise financeira.

Os índices norte-americanos Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq apresentaram, até o fim de novembro, quedas próximas ou superiores a 40%. Nas bolsas europeias o cenário não é muito diferente. Tanto o Dax Index, de Frankfurt, quanto o FTSE 100, de Londres, já incorreram em perdas superiores a 35%. No entanto, o caso mais dramático é o do índice japonês Nikkei 225 da bolsa de valores de Tóquio, que já se desvalorizou mais de 50% desde

o início da crise financeira. Os prejuízos estimados chegam a valores alarmantes. De acordo com os cálculos realizados pela Bloomberg, as empresas de capital aberto, em escala mundial, já registraram perdas equivalentes a mais de US\$ 32 trilhões em valor de mercado entre o fim de 2007 e meados de novembro de 2008.

Os efeitos nos mercados interbancários

Os impactos da opção do governo americano em permitir a falência do Lehman Brothers também podem ser percebidos nos mer-

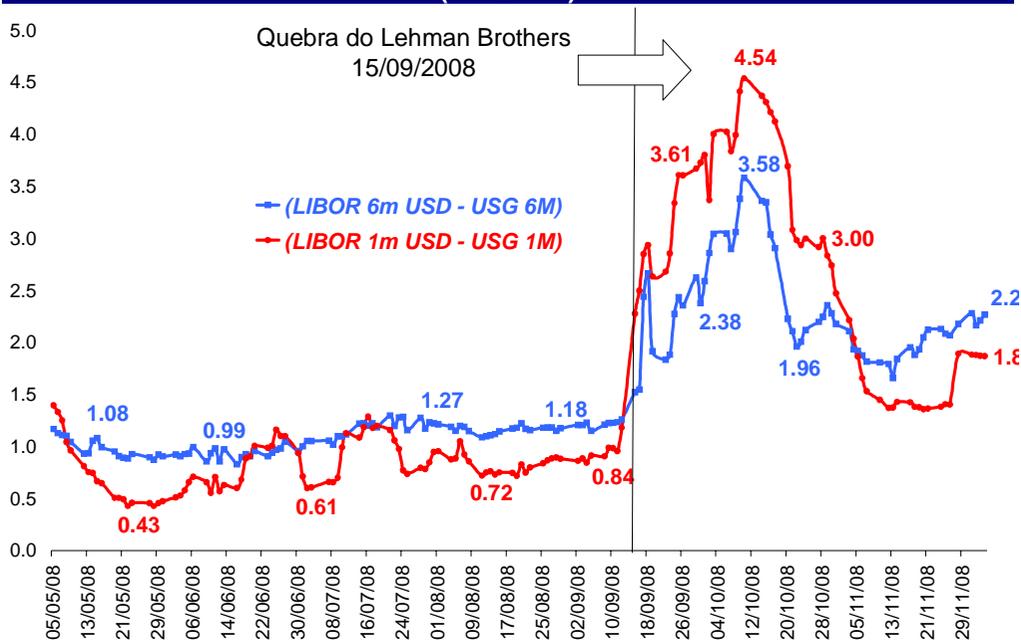
Queda acumulada das principais bolsas de valores supera 40% desde o início da crise financeira

ca d o s interbancários. O Gráfico 2 mostra o comporta-

mento do diferencial (*spread*) entre: i) as taxa de juros *Libor* do mercado interbancário londrino dos depósitos em dólares para empréstimos com prazos de um mês (*Libor 1M USD*) e seis meses (*Libor 6M USD*); e ii) os títulos públicos do governo norte-americano de maturidade semelhante (*USG 1M*) e (*USG 6M*).

A *Libor* é a taxa mais utilizada internacionalmente como *benchmark* de curto prazo nos mercados interbancários, onde os bancos realizam empréstimos entre si por prazos que variam de um dia (*overnight*) até 12 meses sem a exigência de garantias. Em última instância, é um indicador

Gráfico 2: Evolução das Taxas Interbancárias *vis-à-vis* a Remuneração dos Títulos Públicos de Prazos Semelhantes (em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bloomberg

da percepção de risco existente no âmbito das operações entre os bancos. Já os rendimentos dos títulos públicos americanos representam a taxa de remuneração livre de risco do mercado. O diferencial (*spreads*) entre essas taxas espelha o risco do setor privado bancário *vis-à-vis* ao do setor público.

Pode-se notar que, desde o episódio do Lehman Brothers, a despeito do relaxamento da política monetária norte-americana e das demais medidas implementadas de injeção de liquidez, criaram-se fortes desconfianças com relação à saúde financeira dos bancos.

Esse fato encareceu, de maneira rápida e abrupta, a tomada de recursos a curto e médio prazo – 30 ou 180 dias – nos mercados interbancários. Aumentou, consideravelmente, a percepção de risco dos bancos na realização de empréstimos entre si, fazendo com que, por exemplo, os *spreads* de um mês com relação aos papéis do governo atingissem o patamar de 4,5% a.a. no dia 10 de outubro – uma taxa que virtualmente paralisou as transações entre os bancos.

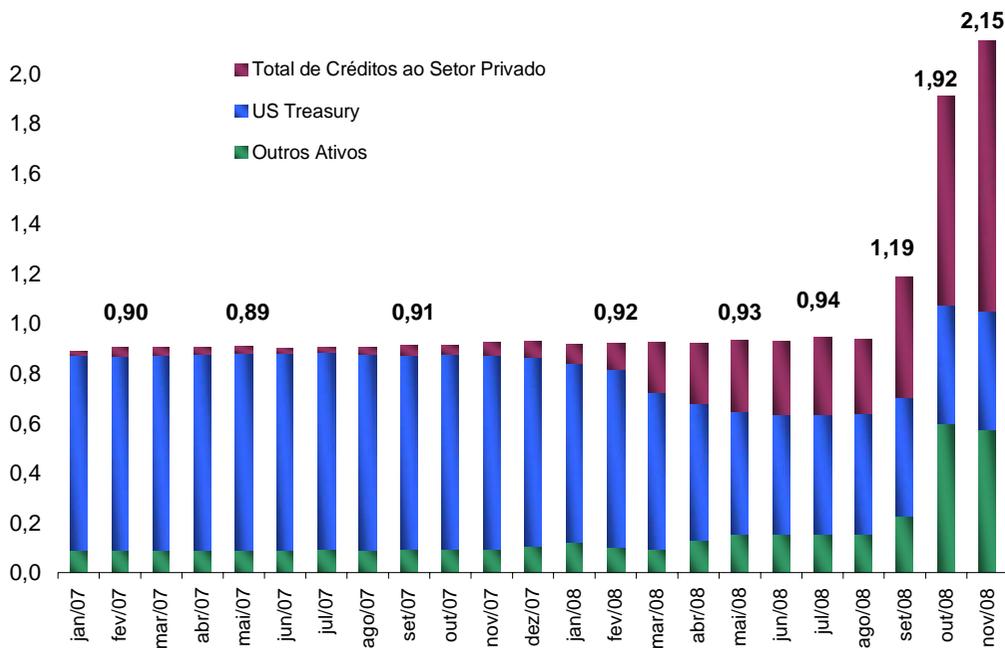
Apenas nas últimas semanas pôde-se perceber a volta do funcionamento, ainda que não ple-

namamente normalizado, dos mercados interbancários. Embora os *spreads* para operações de um mês tenham recuado de 3,0% a.a. para 1,5% a.a. em um prazo de 15 dias - entre a última semana do mês de outubro e a primeira do mês de novembro de 2008 -, indicando que as medidas de injeção de liquidez começam a surtir os primeiros efeitos, a percepção de risco do sistema bancário como um todo ainda é elevada. As taxas ainda se encontram acima dos patamares anteriores à falência do Lehman Brothers. A mesma análise vale para as operações de seis meses.

A reação do Federal Reserve e do Tesouro Americano

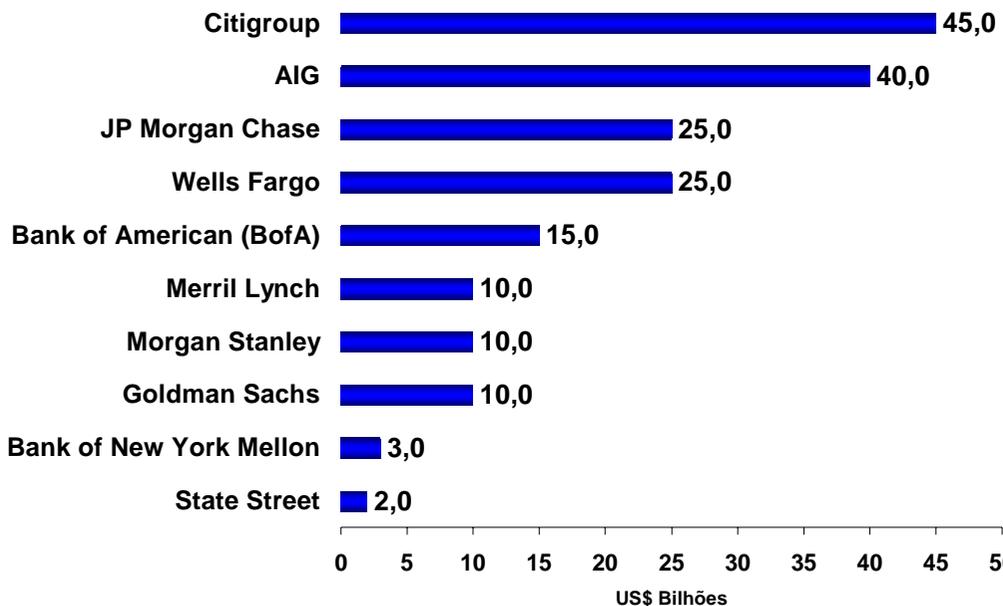
A deterioração das expectativas e a incerteza que se abateu sobre os mercados após a quebra do Lehman Brothers levou o FED a agir. A autoridade monetária norte-americana ampliou, de forma rápida e abrangente, a liquidez da economia. Esse processo pode ser percebido observando-se os dados do Gráfico 3. Houve um forte crescimento do valor dos ativos totais do banco central americano, que saltou de US\$ 940 bilhões para US\$ 2,15 trilhões entre agosto e novembro

Gráfico 3: Composição dos Ativos Totais do FED
US\$ trilhões – dados até nov/08



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FED

Gráfico 4: Aporte do FED via Compra de Ações Preferenciais dos Grandes Bancos Americanos - US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

de 2008 – um aumento de mais de 100%. Ademais, desde o início de 2007, ocorreu também uma modificação substancial em sua composição.

No início da crise financeira, em agosto de 2007, os títulos do Tesouro Americano (*U.S. Treasury*) representavam 87% dos ativos totais do Federal Reserve, i.e., cerca de US\$ 785 bilhões. Os créditos ao setor privado, por sua vez, totalizavam apenas US\$ 26 bilhões, ou seja, 3% do ativo total. Ao se observar esses dados no final de novembro de 2008, nota-se uma inversão considerável nessa configuração. Os créditos ao setor privado atin-

giram US\$ 1,1 trilhão, alcançando mais de 50% do ativo total. Já os títulos do Tesouro Americano se reduziram para o montante de US\$ 476 bilhões, representando algo próximo de 22% do ativo total.

É importante salientar que, desde o início da crise, a ampliação da liquidez da economia americana foi realizada de duas maneiras distintas pela autoridade monetária. Inicialmente, o FED manteve constante o volume total de seus ativos e diminuiu a parcela de títulos públicos que carregava em sua carteira, os quais passaram a ser trocados por créditos privados

menos líquidos que estavam nas carteiras dos bancos². Posteriormente, a partir de setembro de 2008, o banco central norte-americano não apenas continuou a reduzir o montante de títulos públicos em sua carteira, mas também ampliou, em grande escala, o volume total de créditos ao setor privado mediante a utilização de vários instrumentos – operações compromissadas (*repurchase agreements*), leilões de crédito (*term auction credits*), etc.

Essa ampliação do volume de ativos do FED, a partir de setembro de 2008, é uma decorrência

do agravamento da crise financeira e da mudança de

postura das autoridades americanas relativamente ao caso do Lehman Brothers. Inúmeros episódios posteriores ilustram esse

processo. Dentre eles, pode-se citar: i) a operação de salvamento no valor de US\$ 85 bilhões da AIG³ – maior companhia de seguros dos EUA – no dia seguinte à falência do Lehman Brothers; ii) a aprovação de um pacote de resgate, pelo Tesouro Americano, no valor de US\$ 700 bilhões para a compra de ativos ilíquidos (“poderes”) das instituições financeiras – TARP (*Troubled Asset Relief Program*)⁴; e iii) a criação de uma linha de crédito para a compra de papéis de curto prazo (*commercial papers*) das empresas norte-americanas, visando, com isso, garantir a continuidade de suas

operações rotineiras de capital de giro⁵.

A descon-fiança que se formou com relação à saúde financeira dos principais bancos americanos foi tamanha, que o Tesouro dos EUA resolveu utilizar parte dos US\$ 700 bilhões aprovados para a compra de ações preferenciais das instituições financeiras, incluindo a seguradora AIG⁶. Isso, na verdade, corresponde não apenas a um amplo aporte de capital do governo nessas instituições, mas também a uma nacionalização parcial, ainda que temporária, do sistema financeiro norte-americano. Até o início de dezembro, dez grandes instituições financeiras já haviam recebido US\$ 185 bilhões (Gráfico 4).

Ativos do Federal Reserve subiram de US\$ 940 bi para US\$ 2,15 tri entre agosto e novembro deste ano

2 Ver Torres Filho & Borça Jr. (2008) – Visão do Desenvolvimento nº 50.

3 No início de novembro o auxílio a AIG foi modificado, atingindo um volume total de recursos de US\$ 152,5 bilhões.

4 Em meados de novembro houve uma modificação no pacote de resgate original, o qual deixou de se destinar a compra de ativos imobiliários ilíquidos e passou a ser destinado à capitalização dos bancos visando facilitar a concessão de crédito aos consumidores.

5 No dia 21 de outubro, o FED criou uma linha de crédito para os *money market funds*, denominada *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), com o objetivo de fornecer o suporte necessário para que o setor privado proveenha liquidez aos investidores do mercado monetário americano.

6 Na realidade, as autoridades americanas seguiram as medidas tomadas, pioneiramente, pelos governos do Reino Unido e de alguns países da Zona do Euro.

Conclusões

O agravamento da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008 é uma decorrência da quebra do Lehman Brothers, até então quarto maior banco de investimento norte-americano. A falência dessa instituição abalou, profundamente, as expectativas dos investidores em escala global, aumentando a incerteza quanto à saúde financeira de todo sistema bancário. Pode-se dizer que a opção do governo americano nesse episódio, permitindo a falência de um dos principais *players* dos mercados de crédito e de capitais globais, constituiu-se em um grave erro de política econômica. A perda de confiança que se abateu sobre os mercados fez com que não apenas as principais bolsas de valores do mundo incorressem em prejuízos consideráveis, mas também encareceu a tomada de recursos a curto e médio prazo nos mercados interbancários.

⁷ De acordo com a NBER (*National Bureau of Economic Research*), que determina as durações dos ciclos de expansão e contração da economia norte-americana, a recessão se iniciou em dezembro de 2007. Nessa definição inclui-se um conjunto de indicadores econômicos como, por exemplo, dados mensais de produção industrial, de renda e de desemprego.

O governo norte-americano parece ter aprendido com seus equívocos. A ampliação em larga escala da liquidez do sistema pelas autoridades parece, aos poucos, começar a destravar a concessão de empréstimos entre os bancos. Os *spreads* entre a taxa Libor do mercado interbancário e os rendimentos dos títulos do Tesouro Americano vêm apresentando uma tendência de queda acentuada nas últimas semanas, caminhando para os níveis precedentes ao episódio do Lehman Brothers.

Contudo, ainda é cedo para afirmar que o pior já passou. Os

Quebra do Lehman foi um erro grave, mas governo dos EUA parece ter aprendido com o equívoco

d a d o s
mais re-
centes so-
bre o ní-
vel de ati-

vidade do terceiro trimestre de 2008 mostram os primeiros impactos do *credit crunch* global no lado real das economias. EUA e Reino Unido, por exemplo, apresentaram taxas negativas de crescimento do PIB de 0,5% na comparação com o trimestre imediatamente anterior⁷. A Zona do Euro e o Japão, por sua vez, já estão tecnicamente em recessão, acumulando dois trimestres consecutivos de retração da atividade econômica. A crise financeira, portanto, chegou de vez à economia real. A grande questão é saber por quanto tempo e o quão profundo será esse processo.