Crise Financeira Internacional: Avaliação e Perspectivas

Márcio G. P. Garcia
www.econ.puc-rio.br/mgarcia
mgarcia@econ.puc-rio.br

Departamento de Economia - PUC-Rio

IX Encontro Brasileiro de Finanças

UNISINOS - São Leopoldo, RS

30 de julho de 2009

Agradeço a excelente assistência de pesquisa provida pelos alunos da PUC-Rio Ricardo Dahis e Pedro Guinsburg.

Evolução da crise

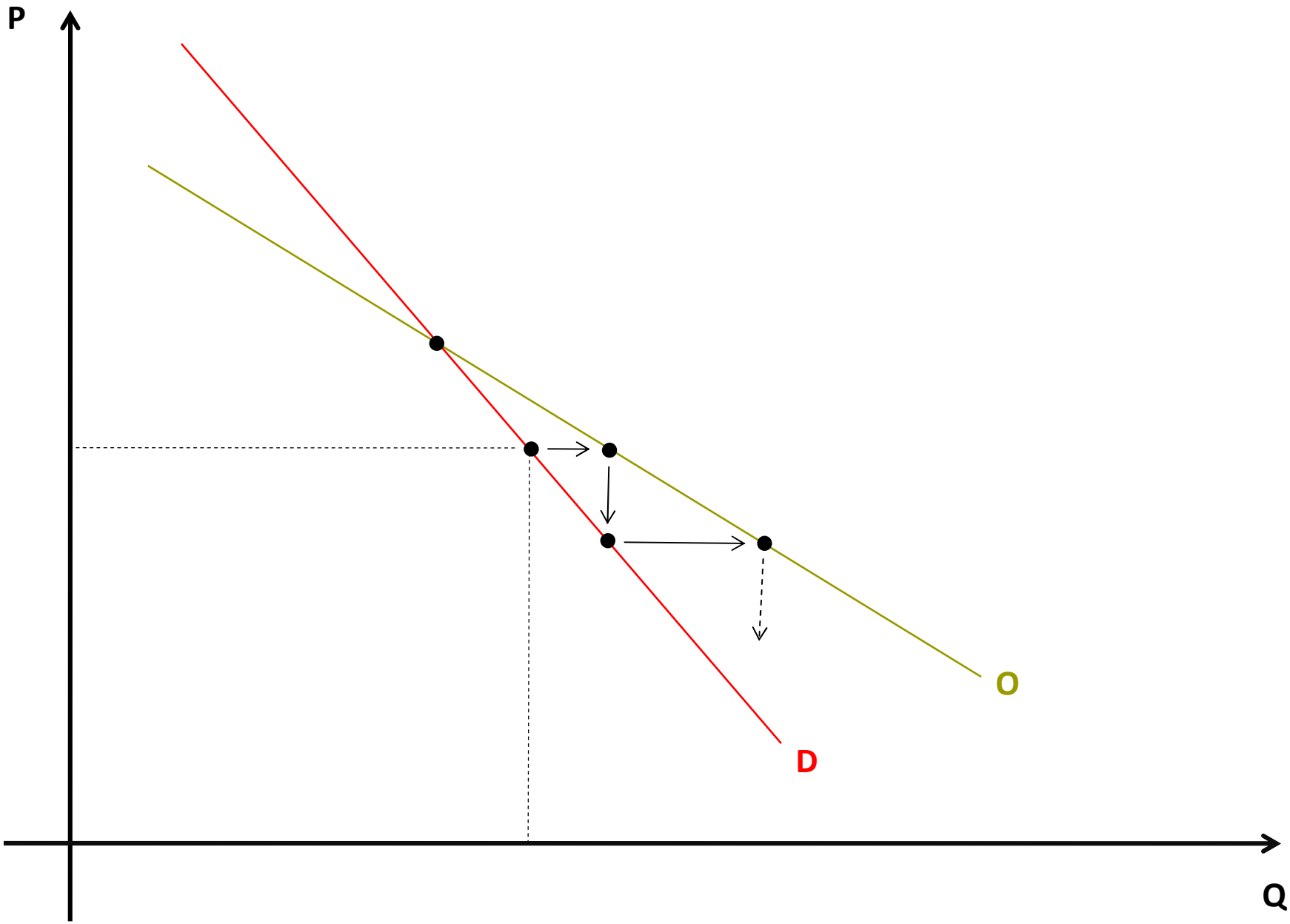
- O problema inicial ocorreu, há 2 anos, no mercado de hipotecas de alto risco nos EUA. Nos anos anteriores, inovações financeiras (securitização, derivativos complexos) e baixa taxa de juros criaram uma imensa bolha especulativa.
- A bolha começou a estourar em 2006, com o fim da alta dos preços das moradias, e estourou definitivamente em 2007 com várias falências de instituições financeiras.
- Os preços dos imóveis residenciais já caíram significativamente. Se continuarem a cair, haverá mais perdas no setor financeiro, contraindo mais o crédito e agravando a recessão.
- Analistas divergem: há sinais de estabilização no preço os imóveis ou ainda vai cair mais?

Fonte: Financial Times

Por que a crise é tão grave? (1/4)

- Como bem caracterizou Larry Summers, a crise financeira internacional era da maior gravidade por conjugar três círculos viciosos interrelacionados:

  - *1)* ***O epicentro inicial da crise, o ciclo de liquidação de ativos****: um pressuposto básico da economia é que curvas de oferta têm inclinação positiva, isto é, quando o preço do bem cai (sobe), diminui (aumenta) a oferta deste bem. No caso de bens comprados com margem (de forma alavancada), isso pode não ocorrer. Neste caso, quando o preço do bem cai, o credor chama mais margem do devedor. Alguns devedores entregarão a garantia ao não poderem/quererem satisfazer a chamada de margem, aumentando a oferta do ativo no mercado. Ou seja, a queda do preço, ao invés de reduzir, aumenta a oferta, realimentando o processo de queda do preço. Este processo é desestabilizador, ao contrário do que normalmente ocorre.*


P
O
D
Q

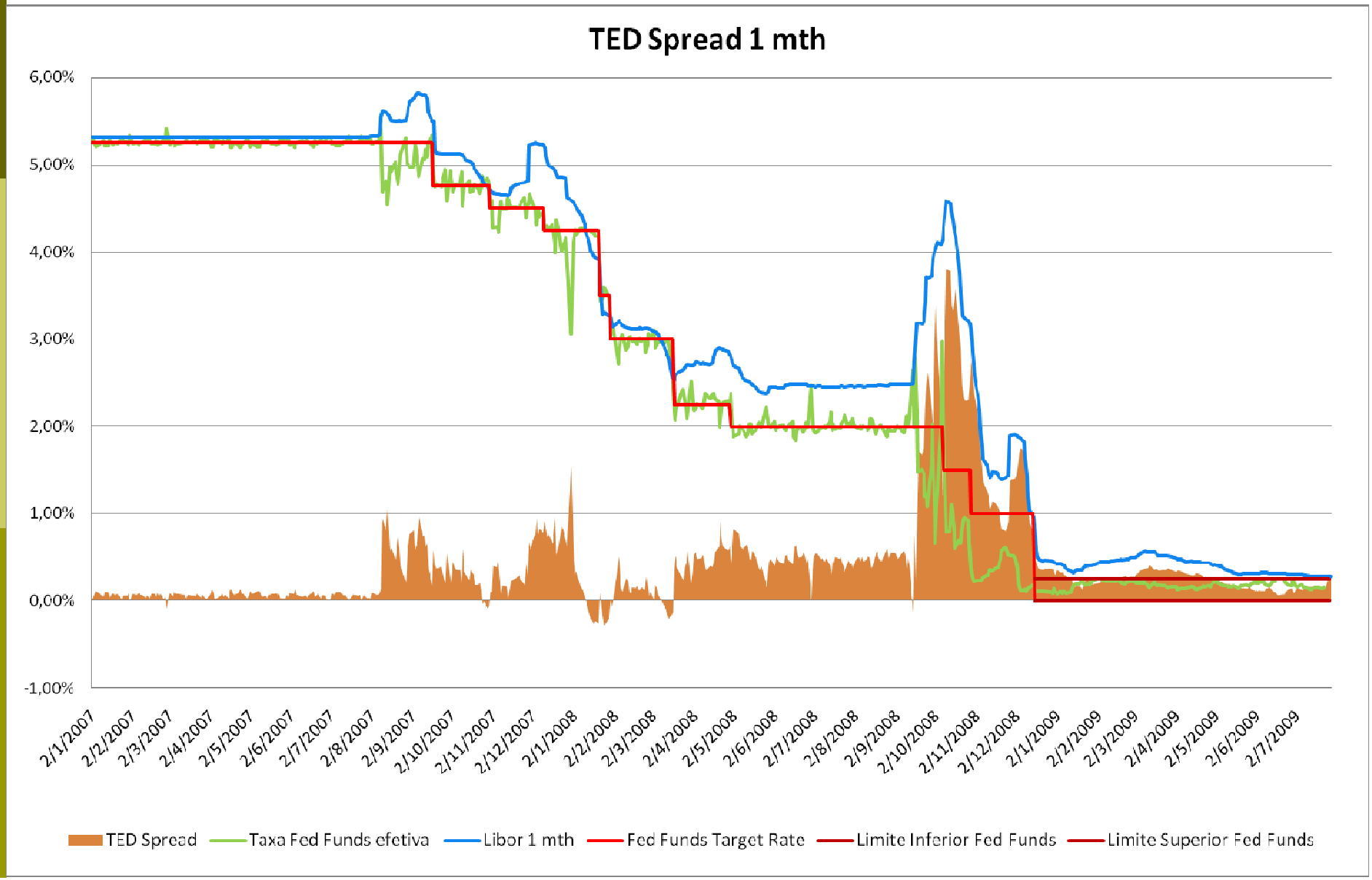
Por que a crise é tão grave? (2/4)

- *2) **A fase recessiva do ciclo Keynesiano padrão**: menores gastos dos consumidores (que dispõem agora de menos crédito) representam menores vendas, que causam menores rendas (lucros), que diminuem empregos e salários, que realimentam a queda inicial de gastos. O aumento recente do desemprego nas economias desenvolvidas torna este componente mais relevante.*
- *3) **O acelerador do crédito**: é uma combinação dos dois movimentos anteriores. A principal forma de o sistema financeiro resolver o problema da informação assimétrica é exigir garantias para emprestar. O valor dessas garantias depende do estado do ciclo econômico, bem como de outros movimentos, como o ciclo de liquidação anteriormente explicado. A combinação dos dois movimentos anteriores gera preços de ativos muito baixos, o que representa menores valores de garantias, contraindo o crédito da economia como um todo. Esse movimento adicional aos dois ciclos anteriores (mas causado por eles) torna atual recessão ainda maior.*

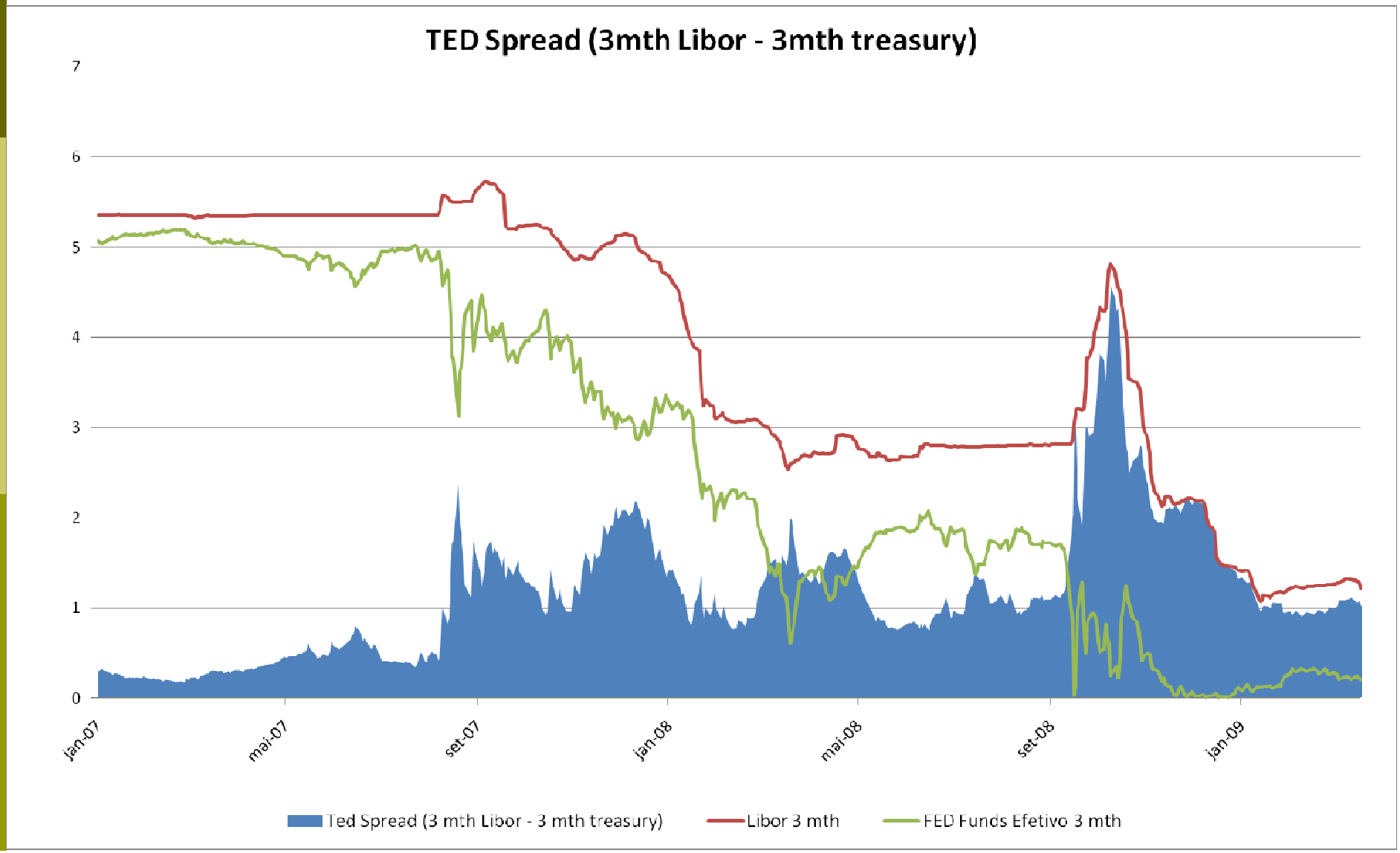
Por que a crise é tão grave? (3/4)

- A reação dos governos ao redor do mundo atingiu dimensões absolutamente inéditas, tanto na política monetária quanto na política fiscal.
- Tais reações enérgicas vem produzindo resultados positivos. O primeiro ciclo (liquidação de ativos) parece ter sido contido.
- Embora haja ainda grandes problemas na forma de ativos podres, como hipotecas comerciais e recebíveis securitizados de cartões de crédito, é cada vez mais generalizada a percepção de que a falência em dominó de grandes instituições financeiras não é mais um problema. A percepção dominante é a de que os bancos vão poder lidar com os problemas remanescentes.
- Ou seja, a hemorragia inicial (falências bancárias) foi contida pelas medidas tomadas pelos governos ao redor do mundo.
- Os principais indicadores de anormalidade do mercado de crédito já retornaram para níveis bem mais baixos.

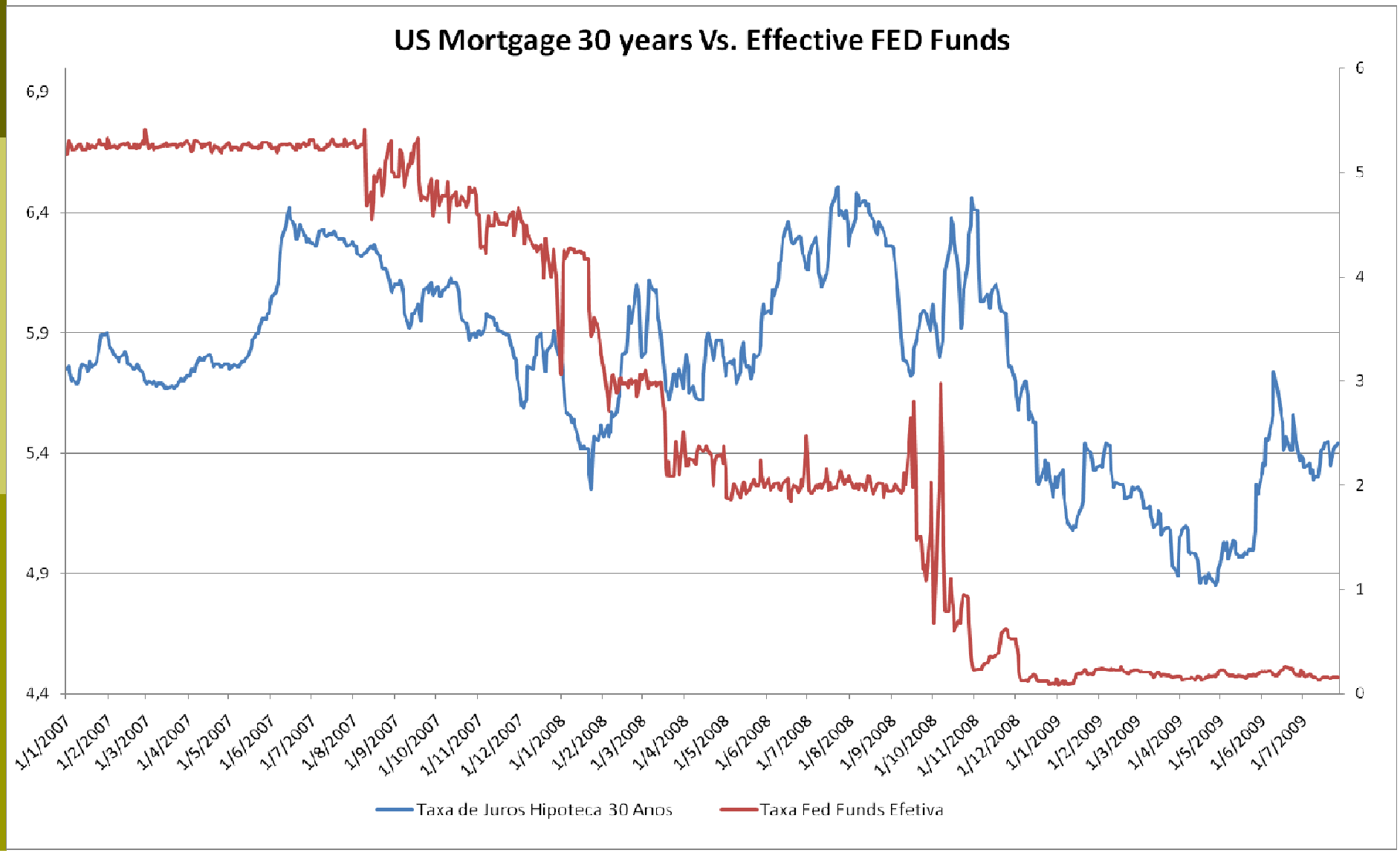
Libor de 1 mês, Taxa de Redesconto e FED Funds Efetivo



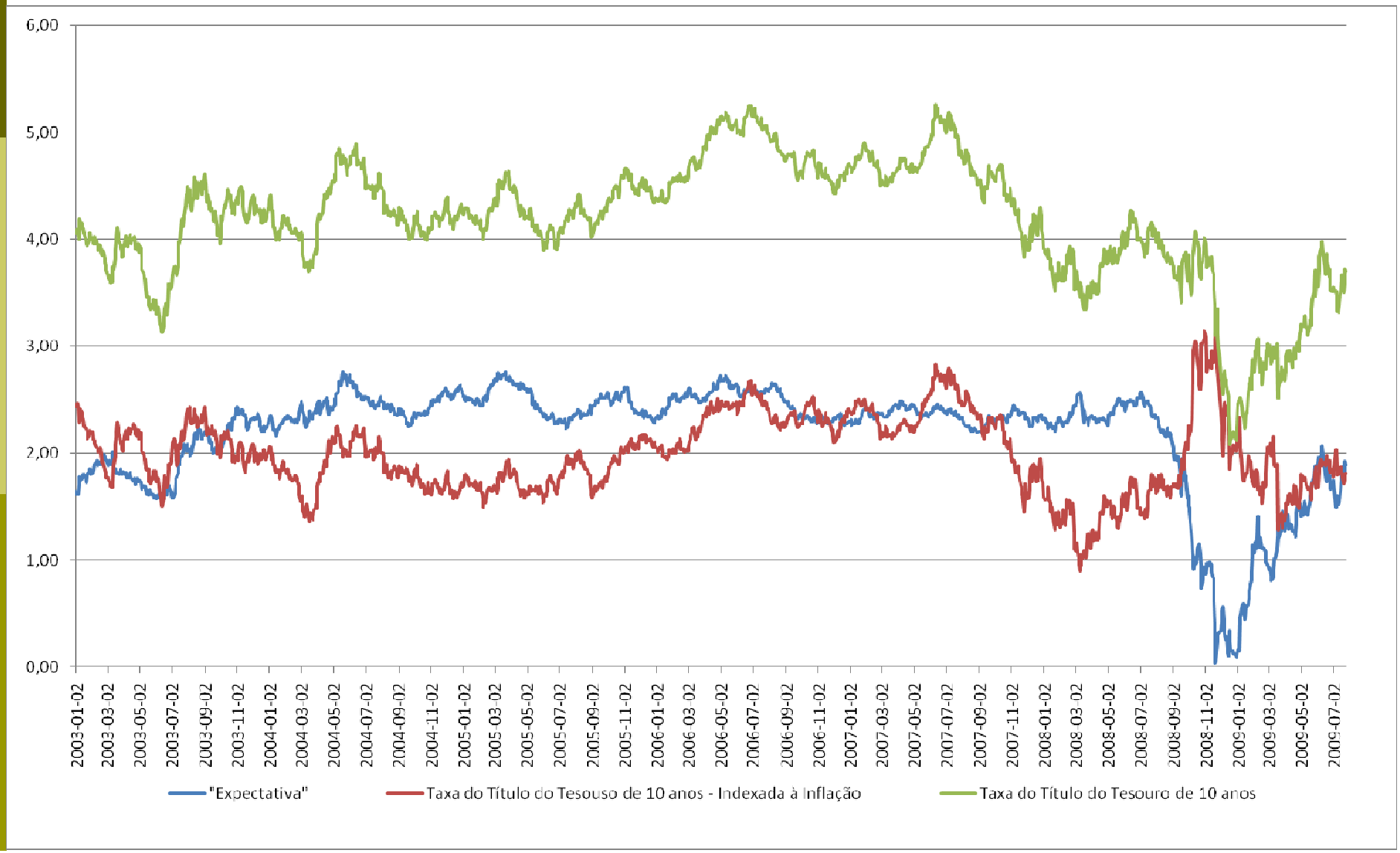
Indicador da severidade do credit crunch



Taxas de Juros de Hipotecas de 30 anos nos EUA (em %)



Expectativas de inflação permanecem sob controle



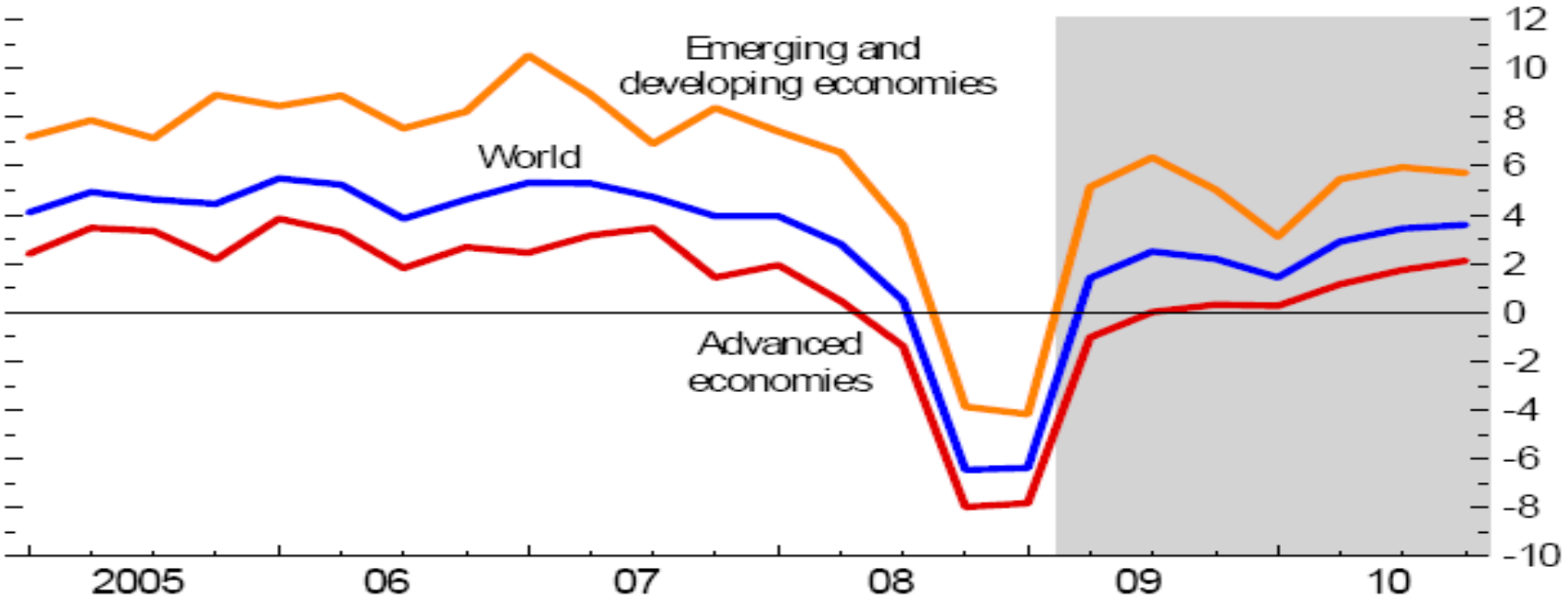
Por que a crise é tão grave? (4/4)

- Contida a hemorragia (risco sistêmico de falências bancárias em dominó), restam os dois círculos viciosos remanescentes: a fase recessiva do ciclo keynesiano clássico e o acelerador do crédito.
- Em outras palavras, falta demanda final (o consumidor dos EUA era chamado de consumidor de última instância) e falta crédito para colocar o consumo e o investimento em marcha. Os agravantes são vários.
- O consumidor dos EUA sofreu enorme perda de riqueza, está sobre-endividado, e agora também está perdendo o emprego. Espera-se taxa de desemprego de 10,5% nos EUA para 2010. Assim, é natural que o consumo sofra significativamente.
- Empresas têm também dívida alta e, com demanda em baixa, não querem investir.
- Quanto aos bancos, embora o risco sistêmico tenha sido afastado, permanece a tendência para desalavancagem, o que dificulta mais ainda a oferta de crédito que já cairia pela queda do valor das garantias (acelerador do crédito).
- Pode a demanda interna dos mercados emergentes manter o mundo crescendo enquanto as economias desenvolvidas se recuperam?

Perspectivas: Projeções do FMI

Figure 1. Global GDP Growth

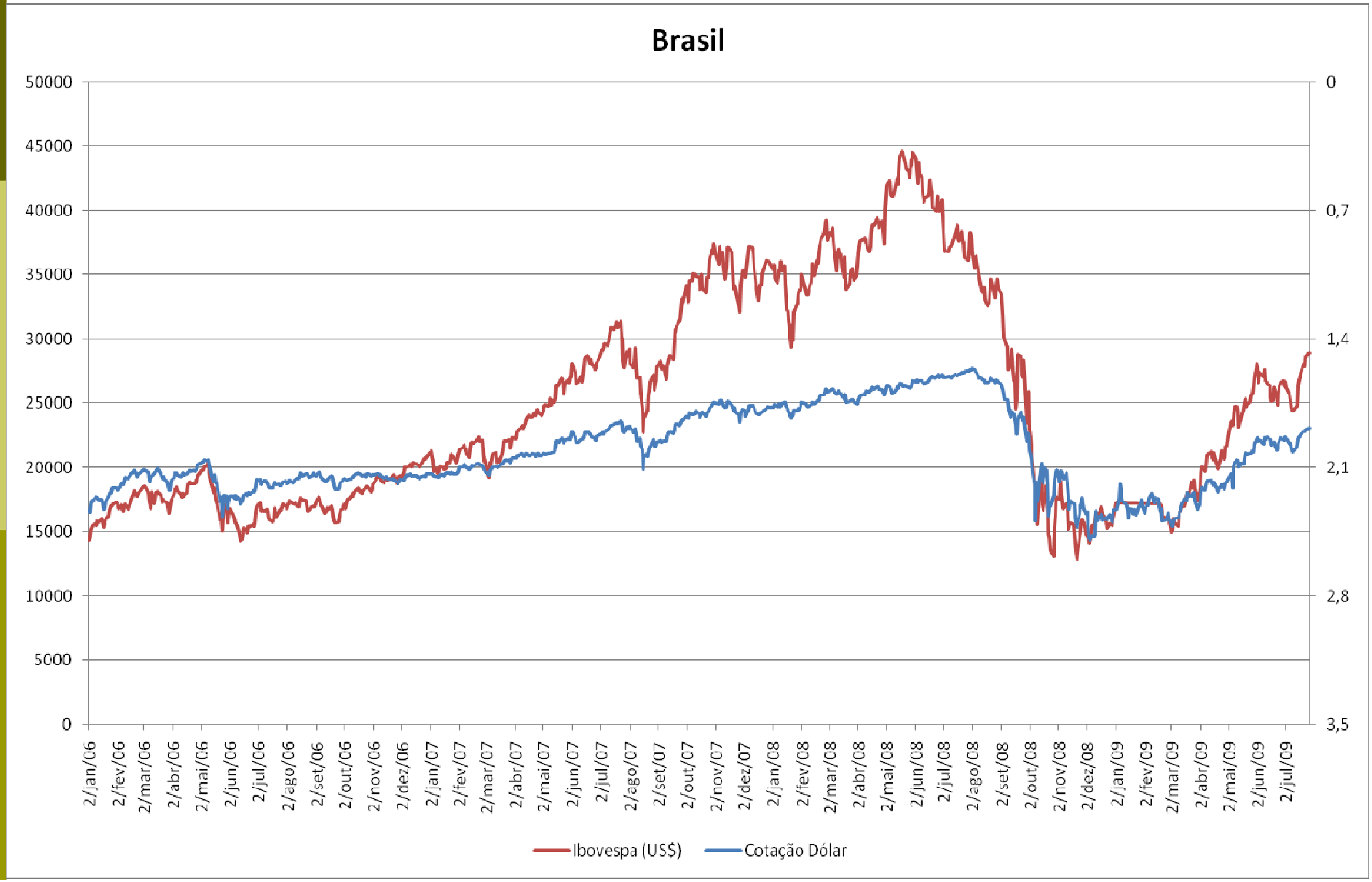
(Percent; quarter-over-quarter, annualized)



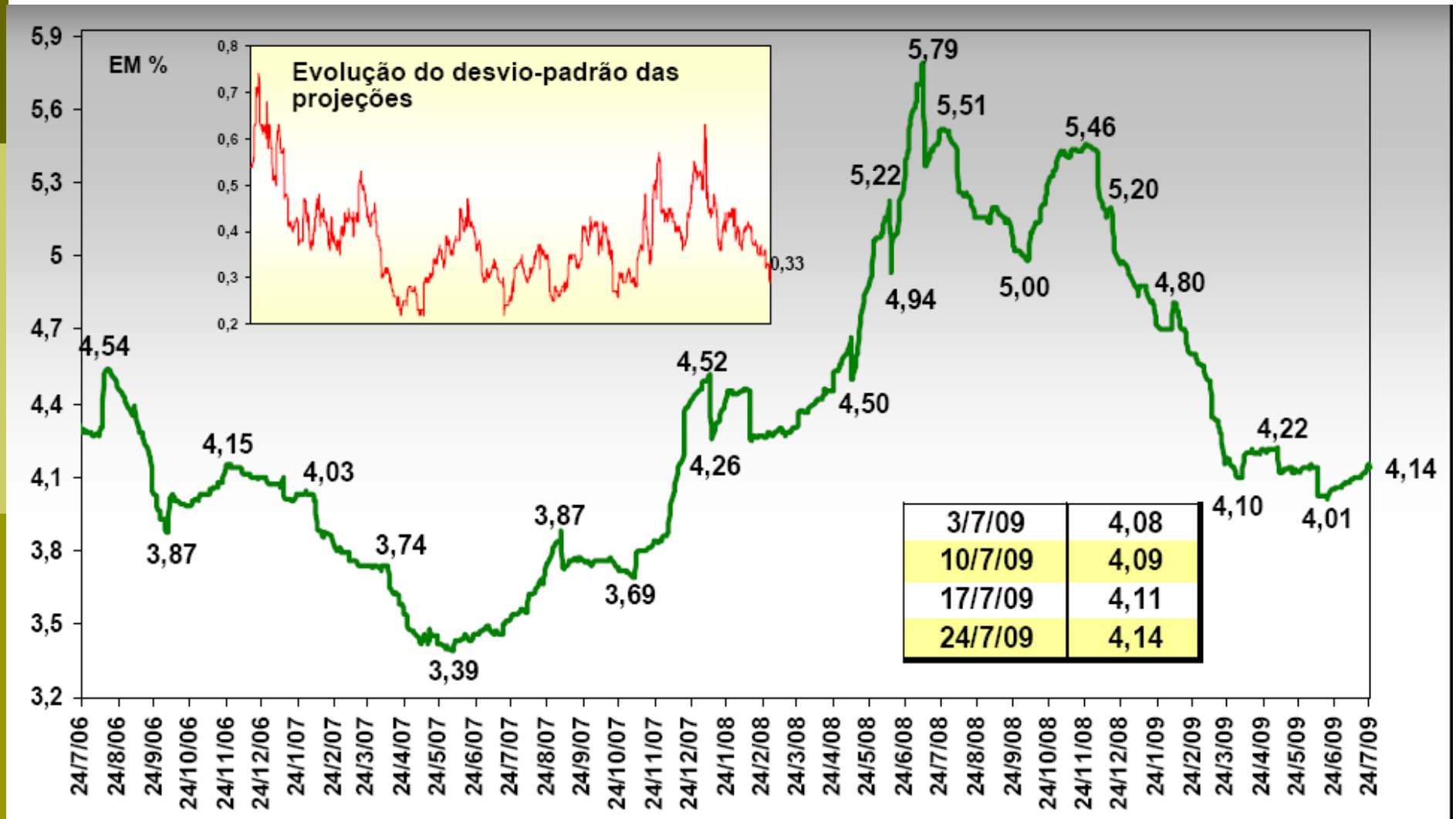
Source: IMF staff estimates.

Cenário Nacional

Taxa de Câmbio e IBOVESPA (US$)



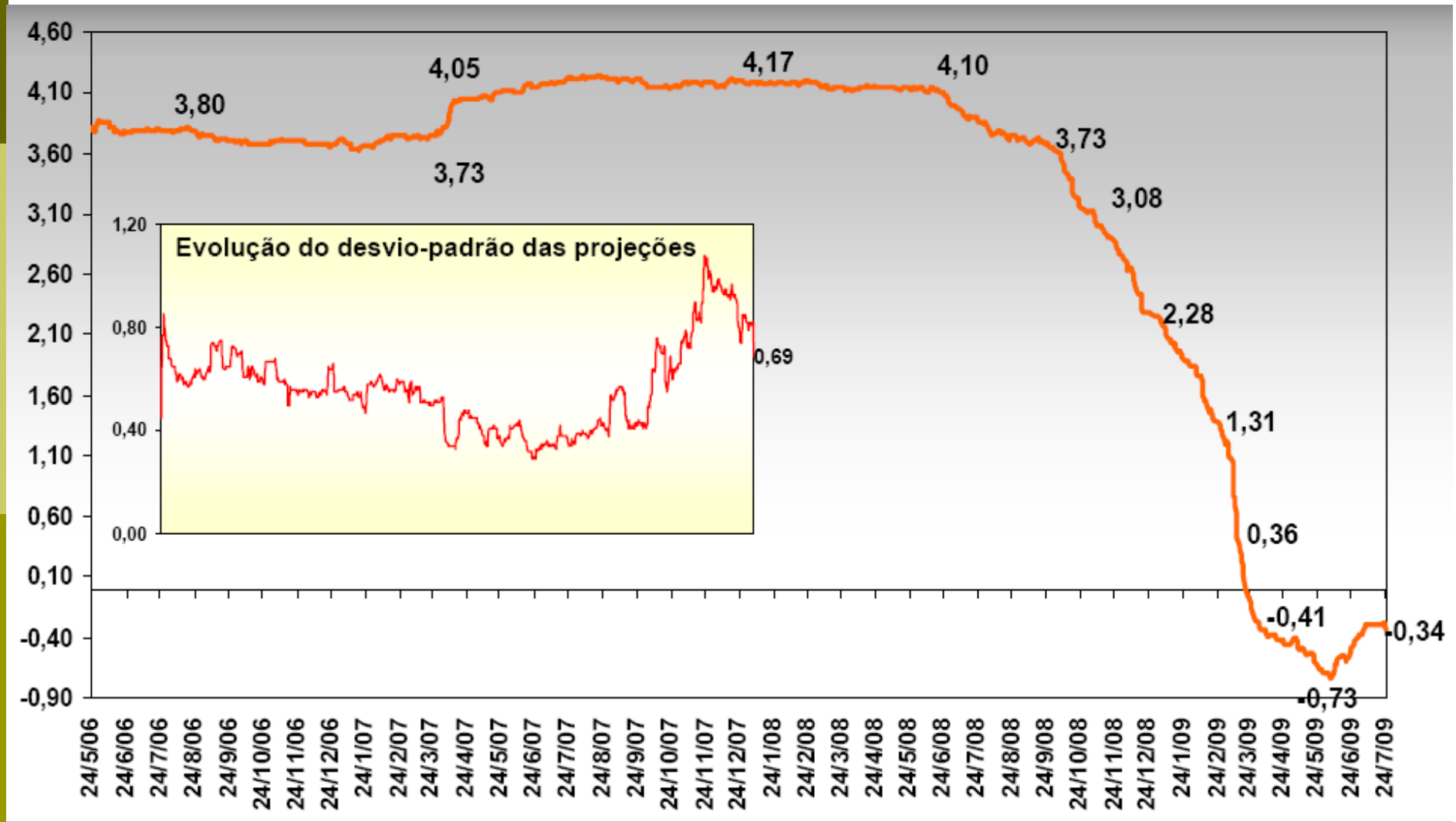
EVOLUÇÃO DA MÉDIA DO IPCA PROJETADO PARA OS PRÓXIMOS DOZE MESES



FONTE:BACEN
ELABORAÇÃO: BRADESCO

DEPEC

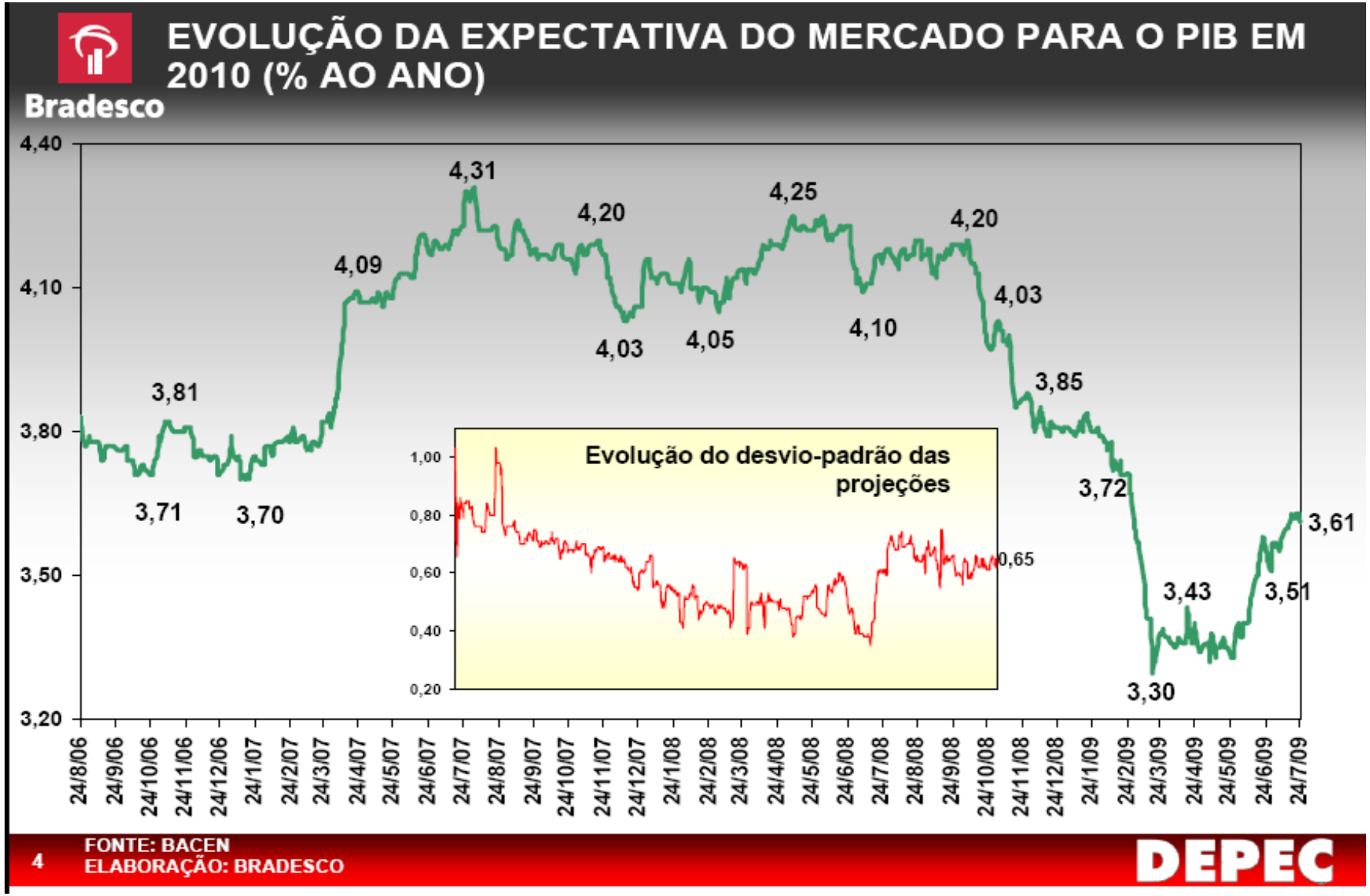
EVOLUÇÃO DA EXPECTATIVA DO MERCADO PARA O PIB EM 2009 (% AO ANO)



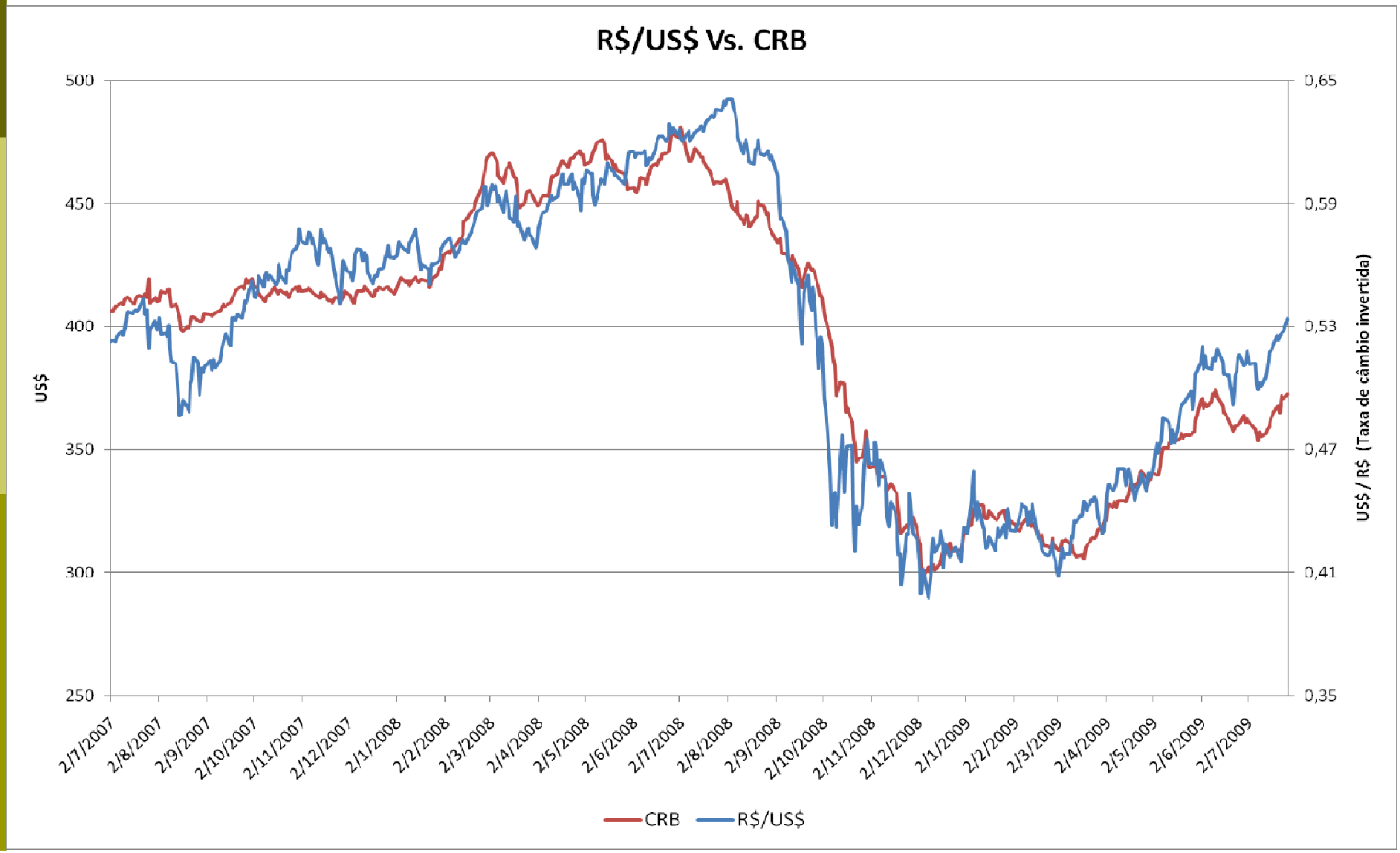
FONTE: BACEN
ELABORAÇÃO: BRADESCO

DEPEC

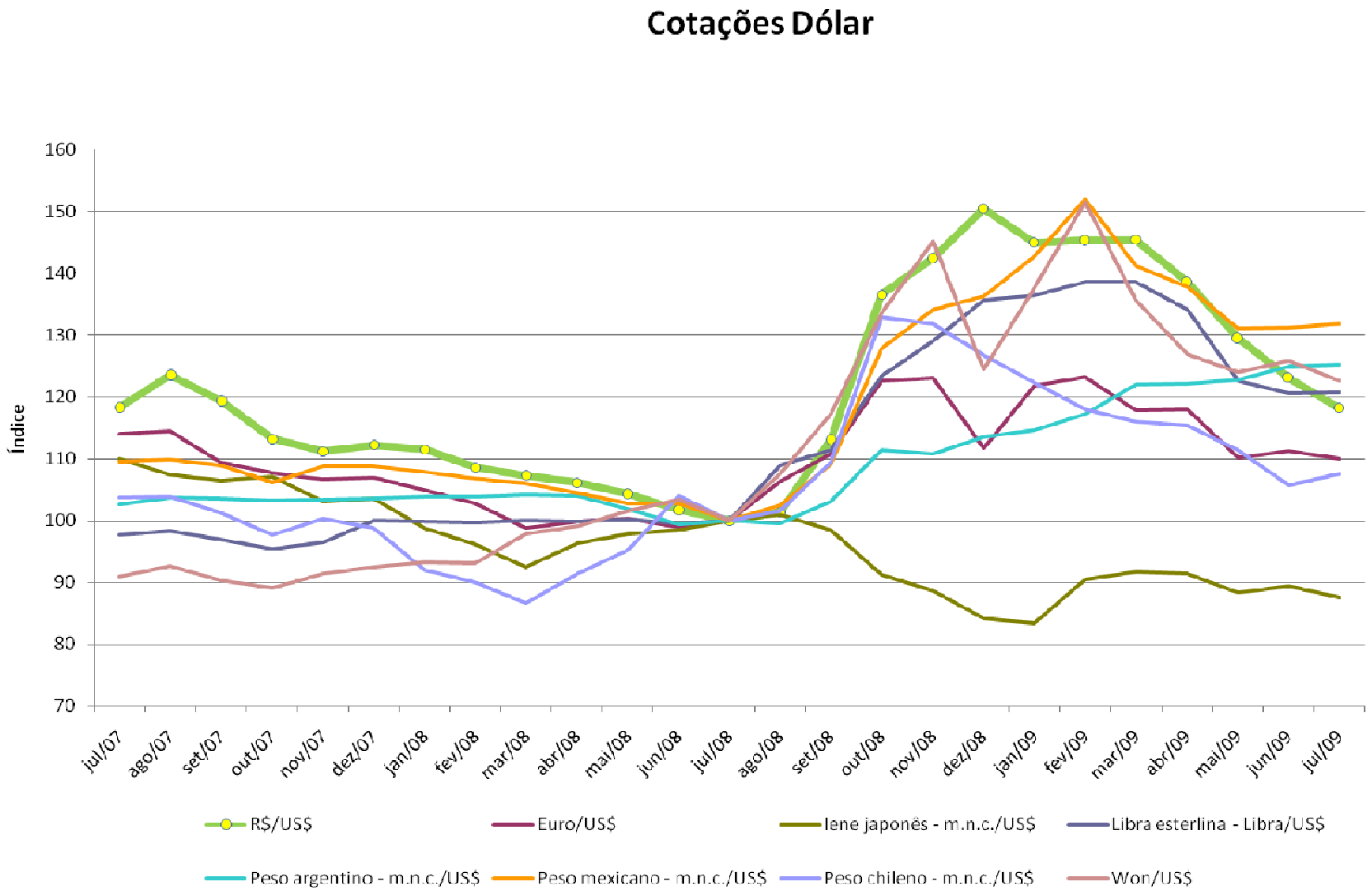
EVOLUÇÃO DA EXPECTATIVA DO MERCADO PARA O PIB EM 2010 (% AO ANO)



Taxa de câmbio e Preço de Commodities



Índices de Taxas de Câmbio do Dólar



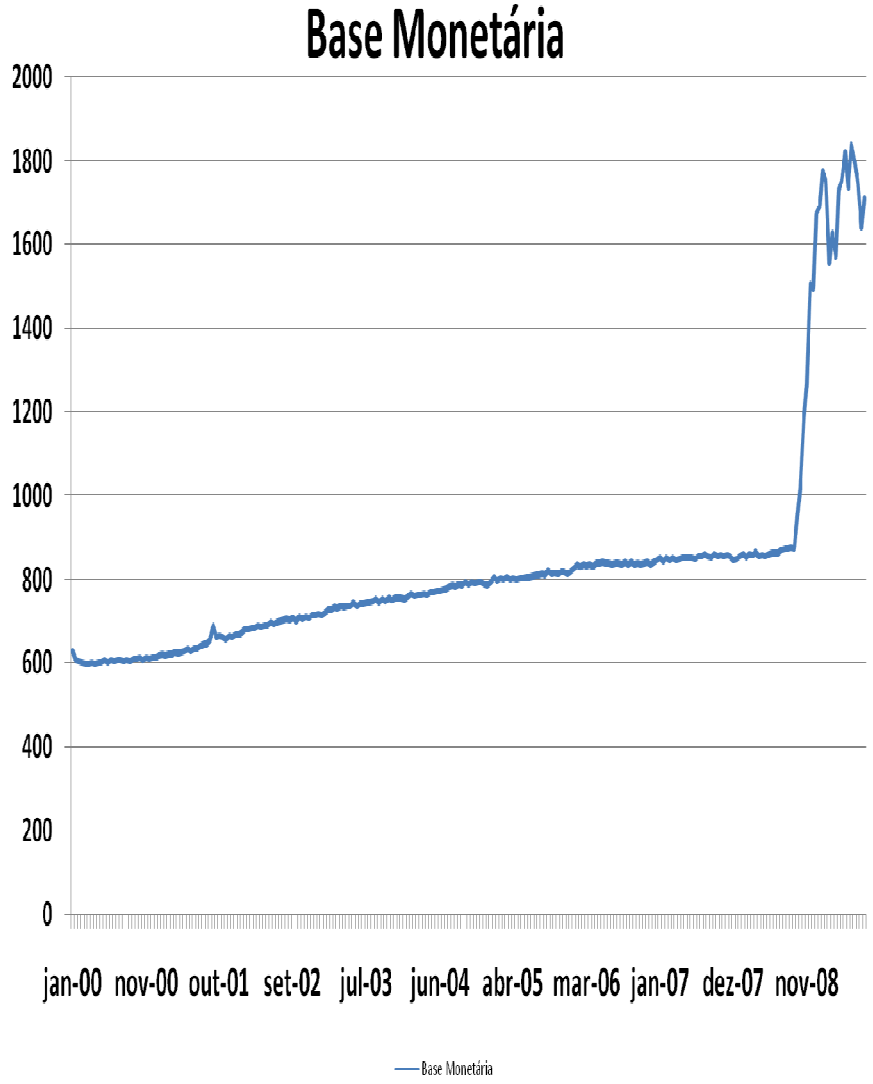
Variações cambiais

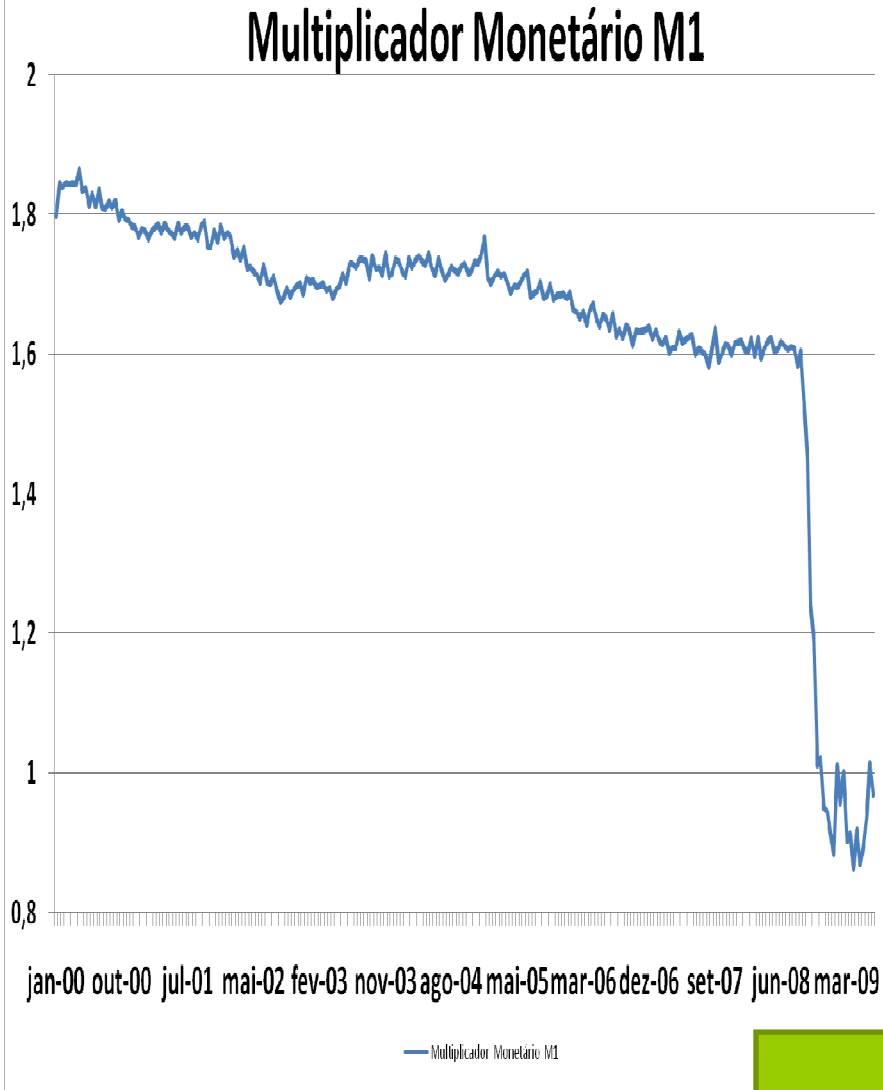
Depreciações Máximas frente ao dólar e variações subsequentes

Depreciações Máximas frente ao dólar							
Real/USD	Euro/USD	Iene/USD	Libra/USD	PsArg/USD	PsMex/USD	PsChi/USD	Won/USD
dez/08	fev/09	jun/07	fev/09	jun/09	fev/09	out/08	fev/09
2,39	0,79	123,17	0,70	3,81	15,25	670,24	15,34
23,94%	6,90%	0,00%	40,32%	23,20%	41,14%	27,05%	66,19%
Variações após os máximos							
R$/USD	Euro/USD	Iene/USD	Libra/USD	PsArg/USD	PsMex/USD	PsChi/USD	Won/USD
jul/09	jul/09	jul/09	jul/09	jul/09	jul/09	jul/09	jul/09
1,88	0,71	94,48	0,61	3,81	13,24	542,09	12,41
-21,44%	-10,66%	-23,29%	-12,88%	0,00%	-13,21%	-19,12%	-19,05%
Depreciação atual(jun/07-jul/09)							
Real/USD	Euro/USD	Iene/USD	Libra/USD	PsArg/USD	PsMex/USD	PsChi/USD	Won/USD
-2,63%	-4,49%	-23,29%	22,24%	23,20%	22,49%	2,76%	34,52%

MUITO OBRIGADO

Maciças injeções de liquidez nos EUA (Quantitative Easing)





February 4, 2009

SIGN IN TO E-MAIL FEEDBACK
SIGN IN TO RECOMMEND

Adding Up the Government's Total Bailout Tab

Beyond the $700 billion bailout known as TARP, which has been used to prop up banks and car companies, the government has created an array of other programs to provide support to the struggling financial system. **Through April 30**, the government has made commitments about $12.2 trillion and spent $2.5 trillion — but also has collected more than $10 billion in dividends and fees. Here is an overview, organized by the role the government has assumed in each case.

THE GOVERNMENT AS INVESTOR

$9.0 trillion

SPENT: $1.6 TRILLION

Includes direct investments in financial institutions, purchases of high-grade corporate debt and purchases of mortgage-backed securities issued by Fannie Mae, Freddie Mac and Ginnie Mae.

THE GOVERNMENT AS INSURER

$1.7 trillion

SPENT: $330 BILLION

Includes insuring debt issued by financial institutions and guaranteeing poorly performing assets owned by banks and Fannie Mae and Freddie Mac.

THE GOVERNMENT AS LENDER

$1.4 trillion

SPENT: $528 BILLION

A significant expansion of the government's traditional overnight lending to banks, including extending terms to as many as 90 days and allowing borrowing by other financial institutions.

Money market funds — Committed: **$3 trillion**; Spent: $4 billion

The Treasury originally guaranteed these accounts up to $50 billion, but the program has been extended by the Fed, which has in a few cases had to step in to buy illiquid assets of some funds to help them meet obligations. The Treasury has received $814 million in fees from participating mutual funds. Some 1,900 funds are participating.

Commercial paper — **$1.6 trillion**; $178 billion

The Federal Reserve has become the buyer of last resort in the $1.6 trillion commercial paper market.

Federal Home Loan Bank securities — **$1.5 trillion**; $841 billion

The Treasury and the Federal Reserve have begun buying debt and mortgage-backed securities from Fannie Mae, Freddie Mac and Ginnie Mae.

Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) — **$900 billion**; $5 billion

This program, launched on March 3, will provide loans and accept securities backed by consumer and small-business loans as collateral. Note: $100 billion of the total amount committed comes from the Troubled Asset Relief Program.

Public-private investment fund — **up to $900 billion**; $0 billion

The Treasury announced details of this program on March 23. The government will seek private investors and use a combination of private and public money to buy nonperforming assets from banks. Note: $100 billion of the total amount committed comes from the Troubled Asset Relief Program.

Troubled Asset Relief Program (TARP) | See TARP recipients » — **$700 billion**; $645 billion

In return for bailout cash, the Treasury now owns stock in hundreds of banks, General Motors, Chrysler and the insurer A.I.G. The largest recipients are A.I.G. ($70 billion), Bank of America ($45 billion) and Citigroup ($45 billion cash and $5 billion in support of a loan guarantee). The investments are in the form of preferred stock that pays quarterly dividends, which to date total $2.5 billion.

Fannie Mae/Freddie Mac — **$400 billion**; $60 billion

The companies were put into conservatorship and the Treasury initally pledged up to $200 billion to cover their losses. Freddie Mac has now received almost $45 billion and Fannie Mae $15 billion.

A.I.G. — **$53 billion**; $42 billion

The Federal Reserve has provided seed money to create investment vehicles to buy, hold and possibly dispose of bad securities held or insured by A.I.G.

Bear Stearns — **$29 billion**; $29 billion

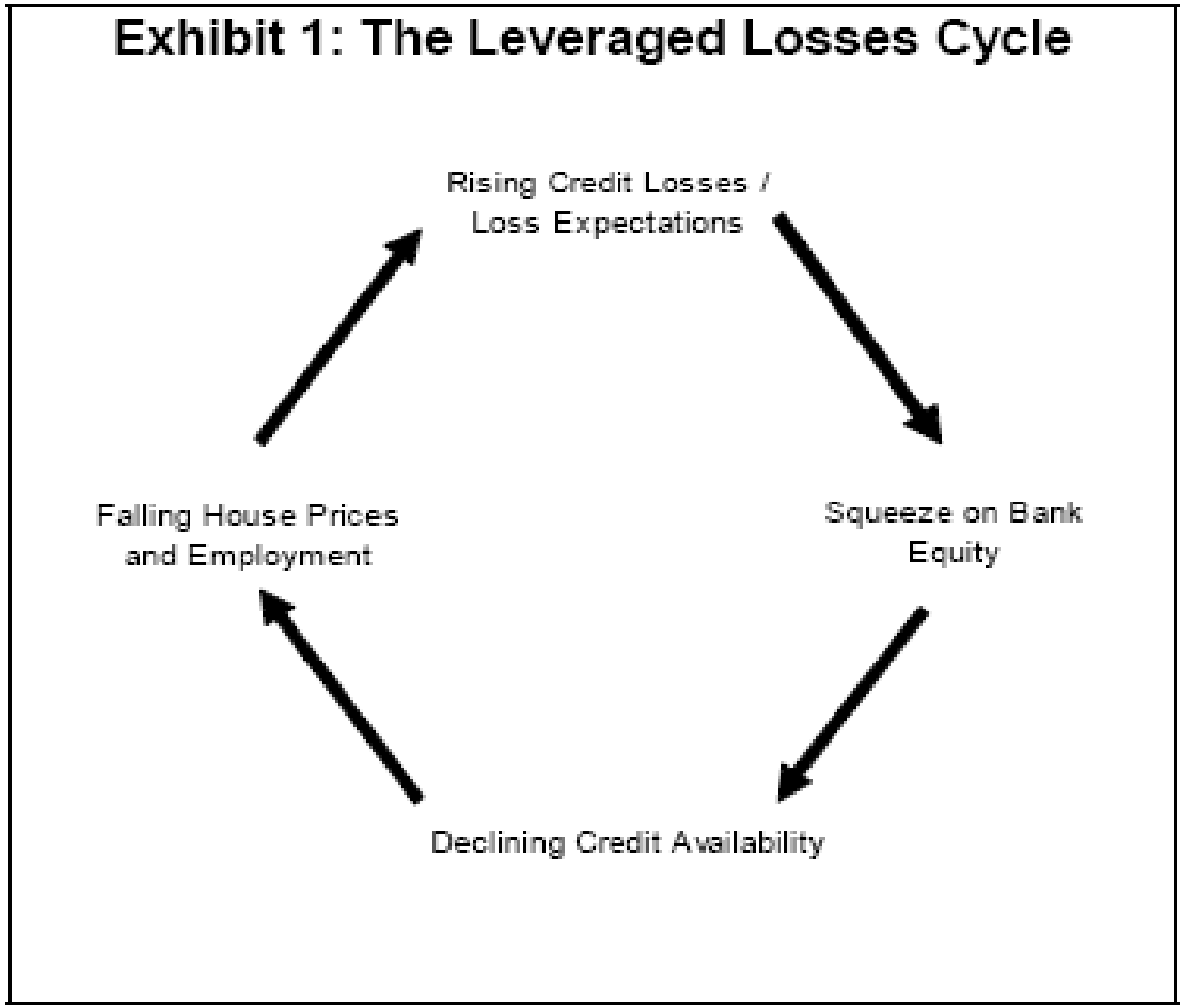
The Federal Reserve bought distressed assets from Bear Stearns to facilitate its sale to JPMorgan Chase.

Reserve U.S. Government Fund — **$4 billion**; $2 billion

Despite the name, this was a private fund, not part of the government. It was the first big money market fund to experience liquidity problems, and the Treasury eventually bought some high-quality assets to help the fund unwind.

Sources: Treasury; Federal Reserve; Federal Deposit Insurance Corporation

O ciclo de liquidação de ativos



As perdas futuras seriam contornáveis

Exhibit 2: Our Baseline Estimates for US-Origin Credit Losses (in $bn)

	Loans	Securities	Total
Recognized	336	849	1,185
Unrecognized	617	298	915
Total	953	1,147	2,100

Source: Goldman Sachs.