

# **A crise financeira internacional: origem, impactos e perspectivas**

---

Palestra do ciclo de debates Pensamento  
Econômico, realizada no dia 21 de maio  
2009, pelo presidente da Associação  
keynesiana Brasileira e professor do  
Departamento de Economia da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul, Fernando  
Ferrari Filho

# *Booms e Crises*

---

## **Década de 1980**

- Crise *Savings and Loans*

## **Década de 1990**

- Crises cambiais: “serpente europeia”, México, leste da Ásia, Rússia e Brasil
- Crise da “Nova Economia”, Nasdaq: “irrational exuberance”

## **Anos 2000**

- Crises cambiais: Turquia, Argentina e Brasil
- Crise do *Subprime*

# *Booms e Crises*

---

## **O que elas têm em comum e seus efeitos?**

(i) Mercados financeiros desregulados e inovações financeiras (*securities* – mercados de títulos em que são consolidadas as dívidas mediante a emissão, pelo devedor, de novos títulos/dívidas, com garantias adicionais – e derivativos – ativos financeiros que derivam, integral ou parcialmente, do valor de outro ativo financeiro ou mercadoria) tornam o crédito (liquidez) mais elástico

(ii) Livre mobilidade de capitais

(iii) “Financeirização” do capital: *Hedge funds*, *Pension funds* e *Sovereign Wealth Funds*

# *Booms e Crises*

---

(iv) Estabilidade gera instabilidade: Períodos prolongados de um **estado estável** levam a economia a se mover para um **estado instável**, porque consumidores, firmas e o sistema financeiro são agentes essencialmente especuladores (alavancagem “suicida”). Por quê? Expansão econômica  $\rightarrow$  D e S  $\uparrow$   $\rightarrow$  empréstimos  $\uparrow$   $\rightarrow$  Preços dos ativos  $\uparrow$   $\rightarrow$  margem de segurança  $\downarrow$   $\rightarrow$  inadimplência  $\uparrow$   $\rightarrow$  Preços dos ativos  $\downarrow$   $\rightarrow$  empréstimos  $\downarrow$   $\rightarrow$  juros  $\uparrow$   $\rightarrow$  recessão ou depressão. Enfim, crises financeiras são essencialmente endógenas e não exógenas

# A crise do *subprime*

---

## Origem específica

(i) Perdas causadas pelo crescente *default* dos empréstimos das hipotecas de *subprime*, grande parte delas “securitizadas” e alavancadas através de *commercial papers*, amplamente distribuídas a investidores do mercado global. Os sinais da crise foram observados em agosto de 2007, ao passo que o recrudescimento e o caráter global dela manifestaram-se a partir de setembro de 2008

## Dinâmica da Crise

(i) A partir de 2001/2002: Expansão da liquidez, política fiscal contra-cíclica e redução dos juros básicos dos EUA (média anual, entre 2002 e 2004, de 1,4%)

# A crise do *subprime*

---

(ii) Alavancagem: Bancos e instituições financeiras intermediárias passaram a financiar o setor imobiliário (empréstimos inclusive para pessoas sem histórico de crédito). A elevação dos preços dos ativos imobiliários foi expressiva, ocasionando uma situação de *asset bubbles*: entre 2002/1ºT e 2007/4ºT, os preços dos imóveis cresceram cerca de 183,0%

(iii) Ausência de **marcos regulatórios** para as práticas de alavancagem do sistema financeiro

(iv) “Descasamento” entre passivos e ativos das instituições financeiras passaram a ser frequentes

(v) Agências de *rating* avaliaram mal os **riscos de crédito**

## ***A crise do subprime***

---

(vi) Falhas de governança corporativa nas instituições financeiras intermediárias

(vii) Alteração da taxa de juros básica dos EUA: Entre 2005 e 2007, as taxas de juros básicas dos EUA elevaram-se significativamente (médias anuais de 3,2%, em 2005, e de 5,2%, em 2006 e 2007). Consequência? Inadimplência e deflação dos preços dos ativos imobiliários

(viii) Sistema financeiro ameaçado de entrar em colapso

(ix) **Crise sistêmica** do sistema financeiro

# A crise do *subprime*

---

## Resumo

(i) O aumento da fragilidade financeira é produzido por um lento e não percebido processo de erosão das margens de segurança de consumidores, firmas e o sistema financeiro, uma vez que todos apresentam posturas **especulativas**, resultando, assim, em práticas de tomadas de recursos e de concessões de empréstimos de alto risco

(ii) Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac e American International Group (fornecedora de *credit default swaps* – derivativos que protegem o sistema financeiro frente à inadimplência dos devedores – para os bancos) **propagaram** a crise, mas **não a originaram**



# A crise do *subprime*

---

(iii) Mercados financeiros integrados criam um mercado único mundial de moeda e crédito que acaba (em um contexto de inexistência de regras financeiras e cambiais estabilizantes e de instrumentos de política macroeconômica que contenham os colapsos financeiros e cambiais em nível mundial) resultando em crises de demanda efetiva

(iv) A crise financeira mundial ocorre, portanto, devido à deficiência de marcos regulatórios e ao excesso de alavancagem do sistema financeiro, dinamizado globalmente pelo desenvolvimento dos contratos de derivativos e de securitização de crédito

# A crise do *subprime*

---

## Marco teórico da crise?

J.M.Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936): Em economias monetárias da produção, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre **liquidez** e **investimento**. Ou seja, por um lado, os mercados financeiros estimulam o desenvolvimento da atividade produtiva e, por outro, aumentam as oportunidades de valorização da riqueza sob a forma monetária

Conexão entre o setor financeiro e o lado real da economia, segundo J.M.Keynes?

# A crise do *subprime*

---

“A posição é séria quando o empreendimento torna-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação. Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será mal-feito” (1936, p.159)

Por que crise é de falta de confiança e de demanda efetiva?  
**Preferência pela liquidez** afeta as tomadas de decisão dos agentes  
= f(renda esperada do capital e do custo de financiamento do capital;  $P_s$  *ex ante* associado ao custo de produção *vis-à-vis*  $P_d$  *ex post* associado à renda esperada –  $P_s > P_d \rightarrow Y \downarrow$  e se  $P_s < P_d \rightarrow Y \uparrow$ )

# A crise do *subprime*

---

H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (1986, Capítulo 9):

- Hipótese de fragilidade financeira → A crescente fragilização financeira, devido à deterioração das margens de segurança, resulta em crise financeira
- Por quê? Segundo H.Minsky, as decisões de investimento somente podem ser tomadas conjuntamente com as decisões de como devem ser financiadas as compras dos ativos de capitais. Assim, conforme a hipótese de fragilidade financeira, a integração entre as variáveis reais e monetárias/financeiras faz com que as crises sejam essencialmente causadas por políticas arriscadas de financiamento do investimento

# A crise do *subprime*

---

**Impacto sobre a economia mundial e o Brasil, duração e o que fazer?**

## **1. Economia Mundial:**

(i) Escassez de liquidez e recessão nos EUA

(ii) Risco sistêmico no sistema financeiro = f(60,0% dos títulos do Tesouro dos EUA e 25,0% dos ativos privados estão em mãos de asiáticos e europeus; déficits gêmeos dos EUA)

(iii) Forte sinergia entre EUA e China (BPTC e BPCF). Ambos os países respondem por 30,0% da dinâmica do PIB mundial

# A crise do *subprime*

---

(iv) Volatilidade das taxas de juros, das taxas de câmbio e dos preços dos ativos (*commodities*). Por quê? Fuga para títulos do Tesouro dos EUA e perspectiva de desaquecimento da economia mundial

## **2. No Brasil:**

(i) EUA, área do Euro, China, Japão e Argentina importam cerca de 60,0% do Brasil; logo, o saldo comercial tende a ser reduzido significativamente e o déficit de BPTC continuará elevado

(ii) Redução das linhas de créditos (especialmente as ACCs), elevação dos juros e *overshooting* do câmbio

## A crise do *subprime*

---

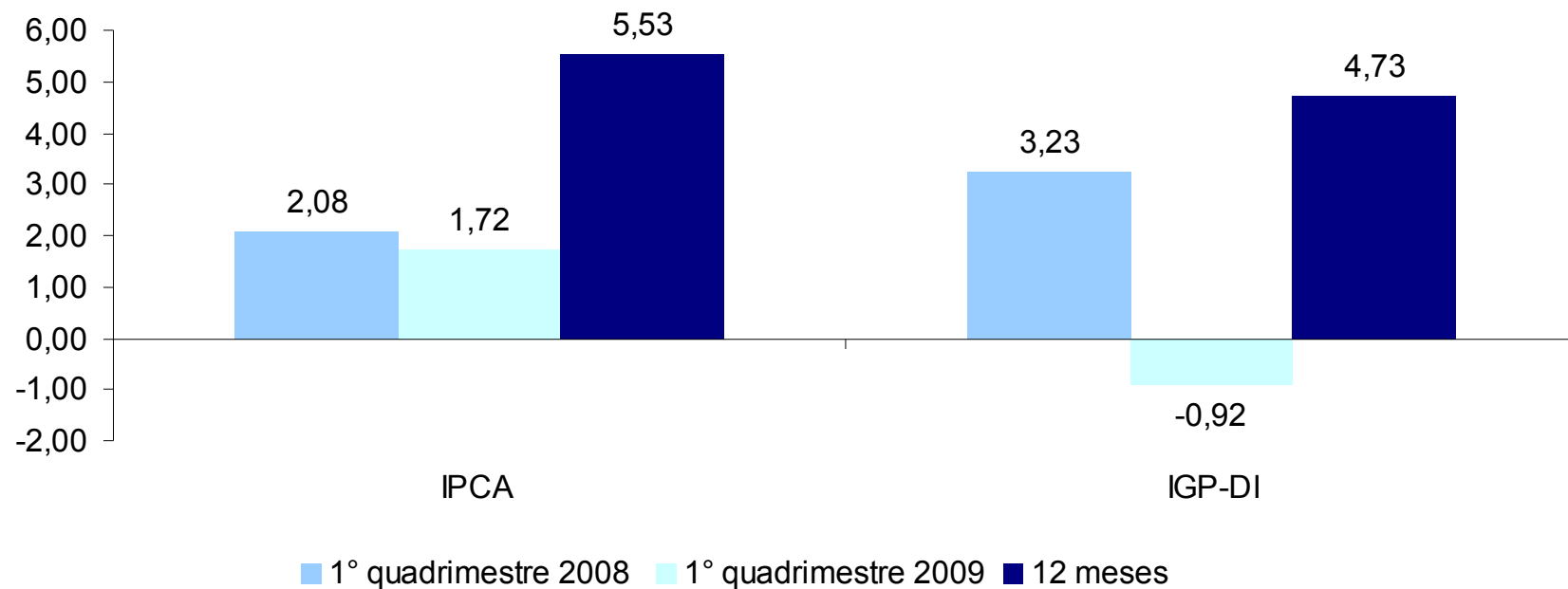
(iii) Vários setores têm apresentado queda de lucratividade (alimentos, mineração, automotivo, máquinas e equipamentos, papel e celulose, energia e petróleo etc.), as quedas na Bovespa reduzem a capacidade das empresas captarem recursos no mercado acionário e as exportações líquidas estão diminuindo. Em suma, desaquecimento do PIB (doméstico e externo) e aumento do desemprego

(iv) Os preços (inflação) tendem a ser reduzidos =  $f(D\downarrow)$

(v) Por que o sistema financeiro brasileiro não foi afetado? Os bancos brasileiros não possuíam derivativos externos lastreados em *subprime* e outros títulos, pois a Selic, ao longo do tempo, sempre ofereceu maiores rentabilidades

# Inflação no Brasil (%)

## 1º quadrimestre 2008 *vis-à-vis* 1º quadrimestre 2009 e acumulada em 12 meses



Fonte: IPEADATA e FGV Dados.



# A crise do *subprime*

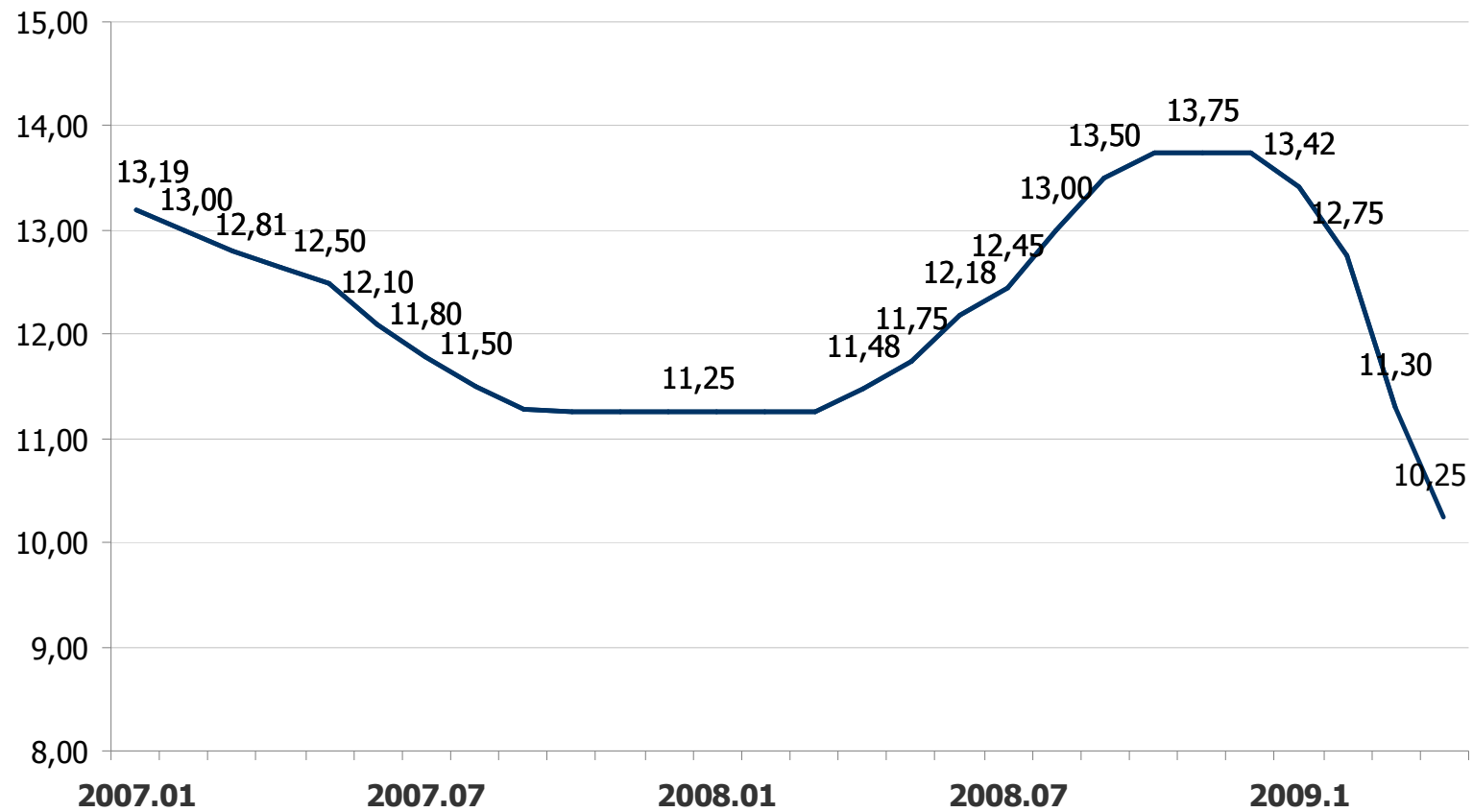
---

## 3. Quanto tempo durará a crise?

(i) Depende do grau de intervenção das Autoridades Econômicas. Estima-se que, até o presente momento, já foram injetados, sejam pelos bancos centrais, sejam pelos tesouros nacionais, cerca de US\$ 5,0 trilhões. Ademais, as taxas básicas de juros dos principais bancos centrais reduziram-se acentuadamente: *FED* = 0,25% ao ano; BCE = 1,0% ao ano; Banco da Inglaterra = 0,5% ao ano; e Banco do Japão = 0,0% ao ano. Apesar das referidas medidas, há um consenso de que a crise terá repercussão sobre a economia mundial nos próximos 2 ou 3 anos

(ii) No Brasil, reduções de alíquotas de IPI e de IR para pessoa física, ampliação dos investimentos do PAC e flexibilidade do superávit fiscal (3,8% para 2,5% do PIB) foram medidas adequadas (porém, tardias). Falta, todavia, uma redução mais abrupta da Selic

# Evolução da Selic (%), janeiro/2007- abril/2009



Fonte: IPEADATA.

# Taxa de Crescimento do PIB (%)

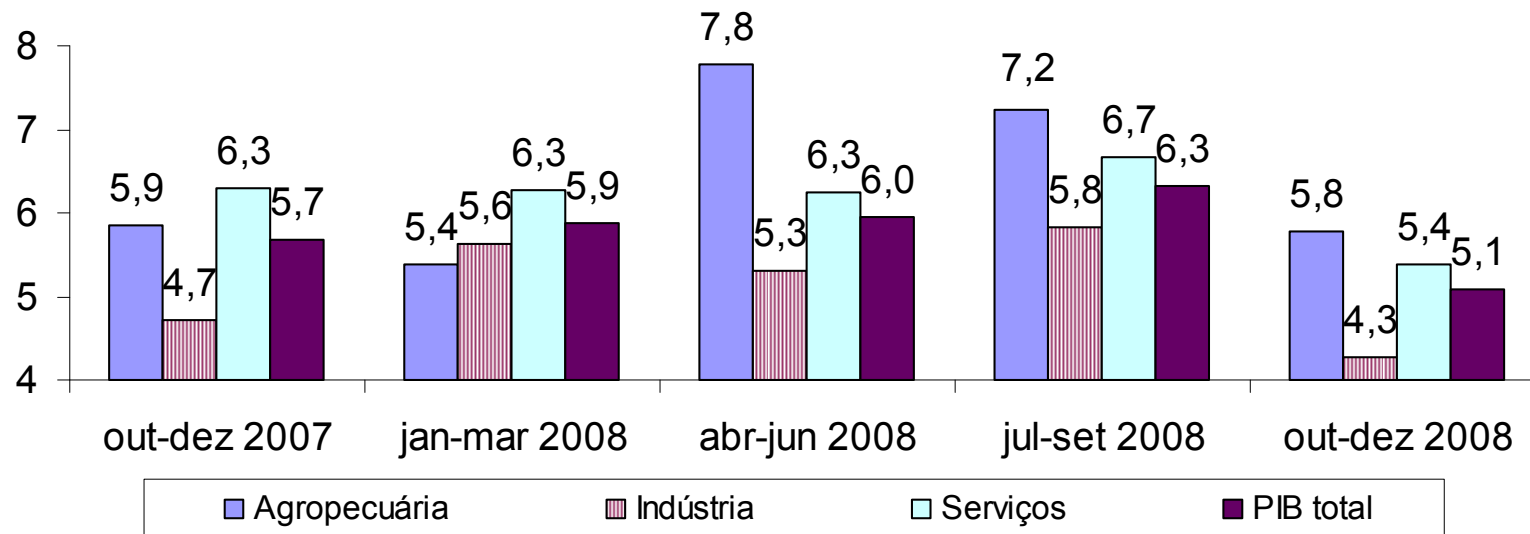
## Países selecionados

(%)	2006	2007	2008	2009	2010
Crescimento Mundial	5,1	5,0	3,2	[-1,0; -0,5]	[1,5; 2,5]
Economias Avançadas	2,9	2,6	0,8	[-3,5; -3,0]	[0,0; 0,5]
Estados Unidos	2,9	2,2	1,1	-2,6	0,2
Zona do Euro	2,8	2,6	0,9	-3,2	0,1
Japão	2,4	2,1	-0,7	-5,8	-0,2
Economias Emergentes	7,9	8,0	6,1	[1,5; 2,5]	[3,5; 4,5]
Argentina	8,5	8,6	6,5	0,0	1,5
Brasil	3,8	5,4	5,1	-1,3; - 0,5; - 0,5; 2,5	3,5
China	11,6	11,9	9,7	6,7	8,0

**Fonte:** FMI.

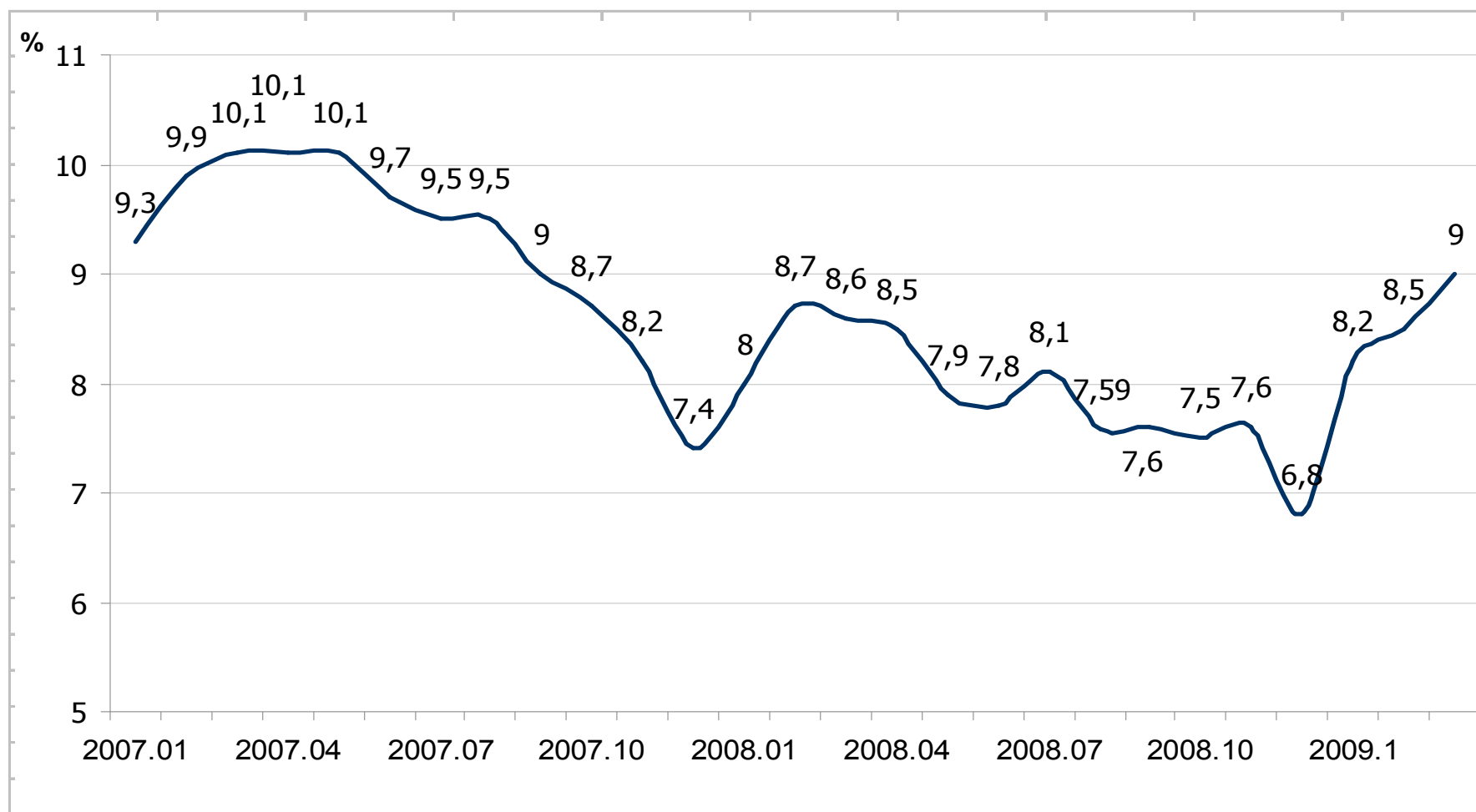
**NOTA:** Para o Brasil, previsões do FMI, Relatório Focus (18.05.2009), OCDE e IPEA, respectivamente.

# Crescimento do PIB brasileiro (por setores de atividade), acumuladas em 4 trimestres - 2007/2008



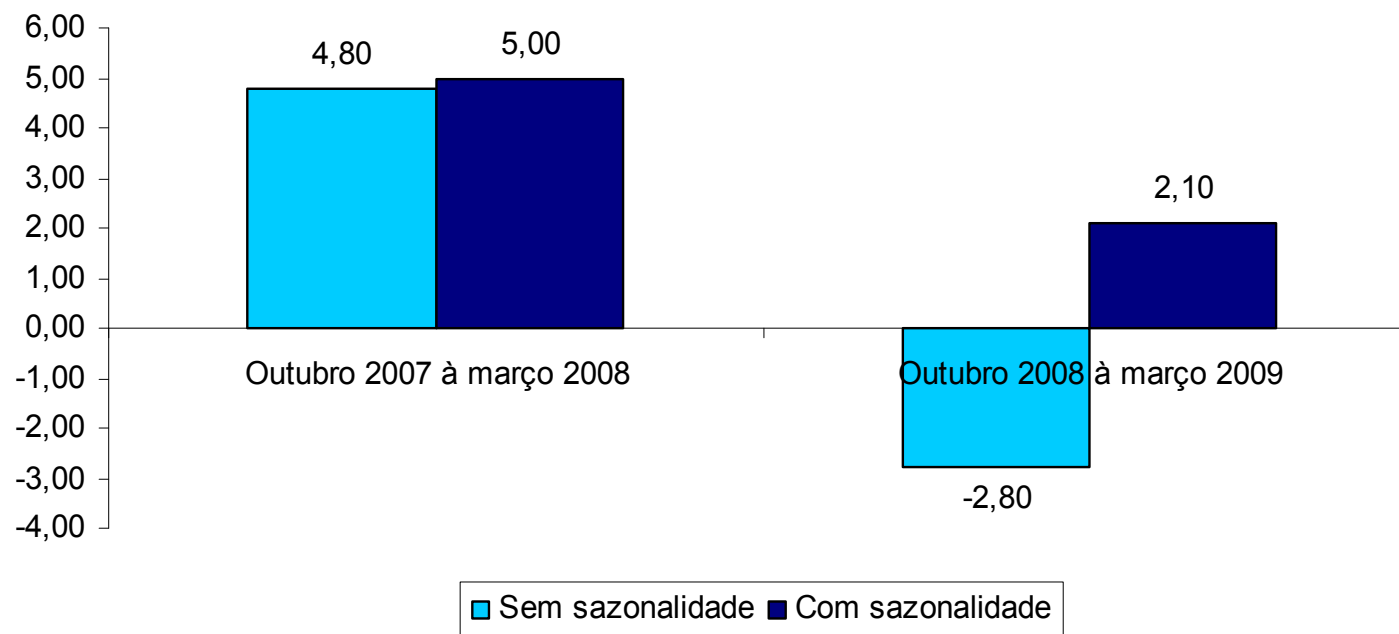
Fonte: Contas Nacionais trimestrais IBGE.

# Taxa de Desemprego do IBGE (%), janeiro/2007-março/2009



Fonte: IPEADATA.

# Evolução do comércio varejista do Brasil, outubro/2007-março/2008 *vis-à-vis* outubro/2008- março/2009



Fonte: IBGE.

# A crise do *subprime*

---

## 4. O que fazer?

(i) É necessária a regulamentação de operações derivativas “exóticas” e outras práticas (alavancagem excessiva de instituições financeiras) que ocasionam a “festa” dos investidores e bancos. Em suma, regulação financeira

(ii) A ação estatal (políticas fiscal e monetária contra-cíclicas) é fundamental para remediar e prevenir futuras crises

(iii) Coordenação global entre as diferentes políticas nacionais (fiscal, monetária e cambial)

(iv) Reestruturação do Sistema Monetário Internacional: criação tanto de uma moeda de reserva universal, quanto de um órgão jurídico-institucional supranacional

# A crise do *subprime*

---

## Em suma:

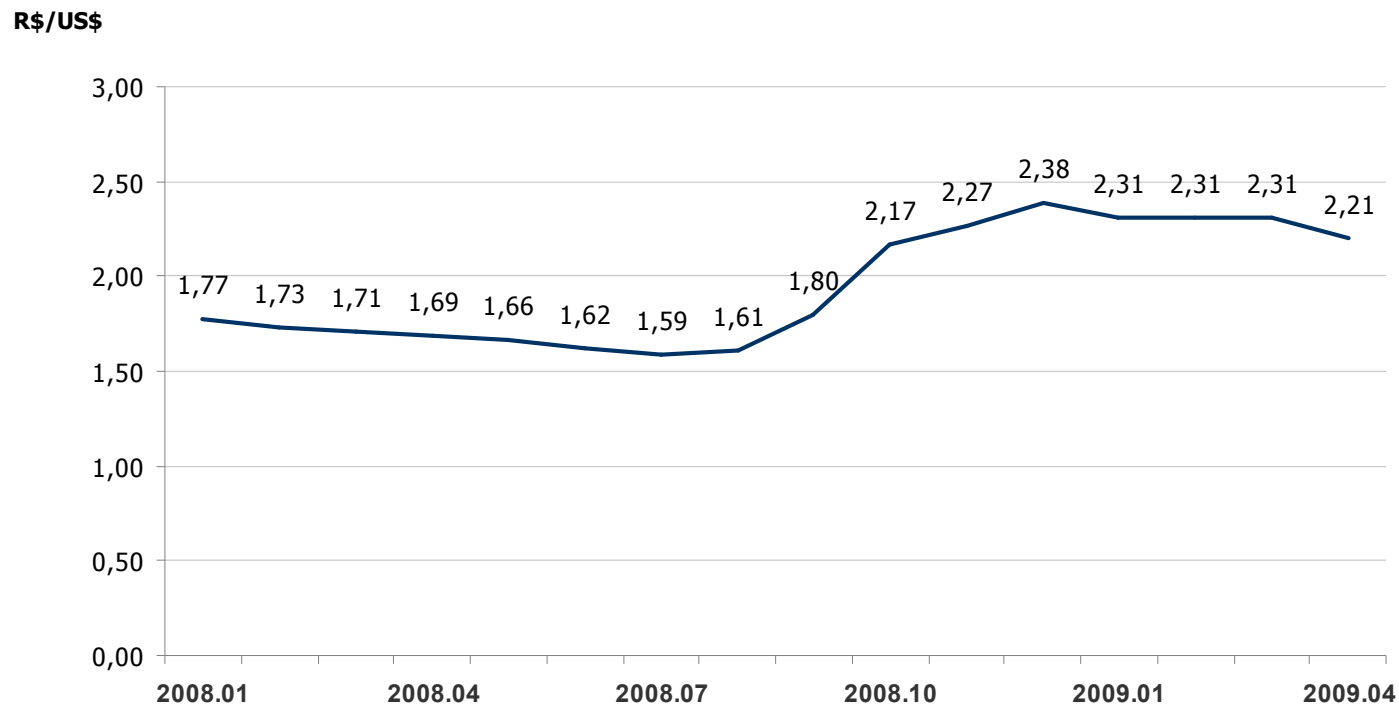
- H.Minsky (1986, Capítulo 13): *Big Government* e *Big Central Bank* devem ser parte da “funcionalidade” das economias capitalistas e não soluções *ex post*
- J.M.Keynes (1936, Capítulo 24): Articulação de um ambiente institucional (“*socialização do investimento*”) favorável à tomada de decisões de gastos dos agentes; Políticas fiscal, monetária e de rendas
- J.M.Keynes, *International Clearing Union* (1944): Criação de um *International Market Maker*



# Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

## Média mensal, janeiro/2008-abril/2009

---

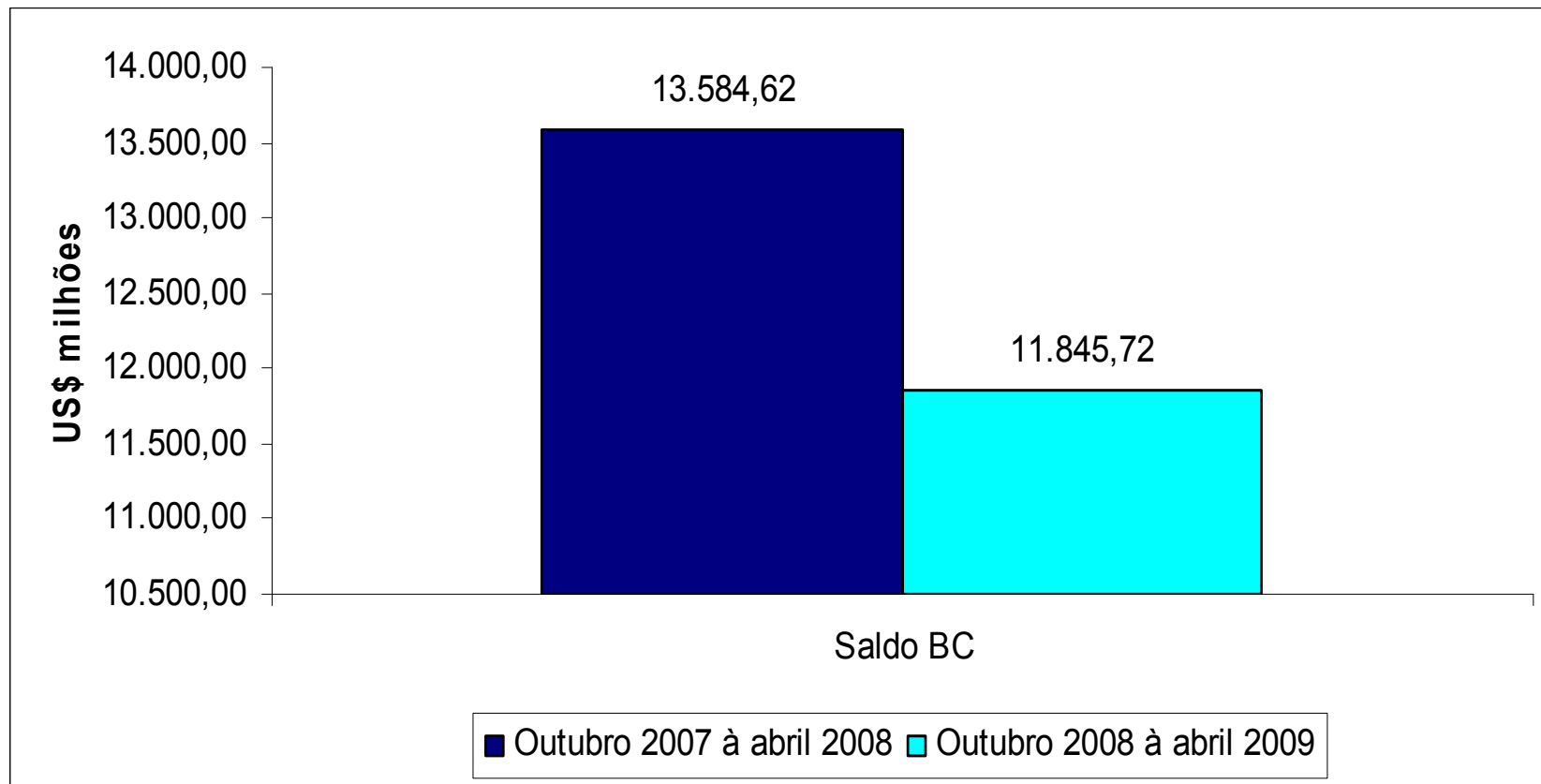


Fonte: IPEADATA.

# Evolução da Balança Comercial

outubro/2007-abril/2008 *vis-à-vis* outubro/2008-abril/2009

---



Fonte: IPEADATA.

# Índice BOVESPA

## Evolução em pontos, janeiro/2008-abril/2009

---



**Fonte:** IPEADATA.

## Referências

---

Dossiê da Crise (2008). <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*

Kregel, J. (2008). *Minsky`s Cushions of Safety*. <http://www.levy.org>

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*.