

PANORAMA RECENTE DA ECONOMIA INTERNACIONAL

1. Introdução

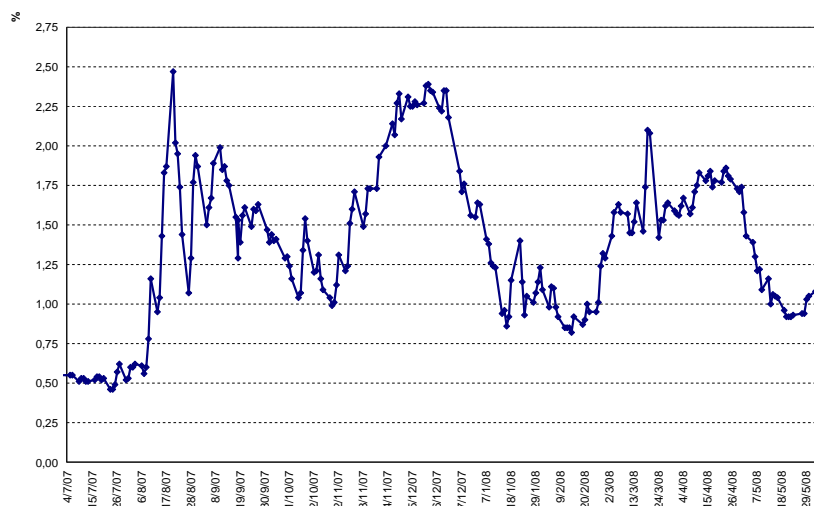
Essa nota pretende analisar o desempenho recente das economias avançadas, a partir do exame da gestão da crise financeira pelos bancos centrais, com o intuito de normalizar os mercados financeiros – e, em particular, o mercado de crédito – e, assim, evitar a forte desaceleração da atividade econômica, em um cenário de pressões inflacionárias ascendentes. Com esse propósito, analisam-se na primeira seção o impacto da crise e a ação dos bancos centrais. Na segunda seção, examina-se o desempenho macroeconômico dos Estados Unidos e da Área do Euro no primeiro trimestre de 2008. Na terceira e última seção, apresentam-se algumas considerações sobre os dilemas enfrentados pelos bancos centrais, sobretudo o americano, que possui mandato duplo de garantir o pleno emprego e a estabilidade dos preços.

2. Os Impactos da Crise Financeira e a Atuação dos Bancos Centrais

A crise financeira iniciada no mercado de hipotecas de alto risco em meados de 2007 resultou na contração do crédito bancário, em virtual paralisia de vários segmentos do mercado financeiro e na desaceleração no nível de atividade nos Estados Unidos e nas principais economias avançadas. Desde a divulgação dos balanços das instituições financeiras no terceiro trimestre de 2007, as notícias de vultosas perdas têm sido freqüentes, o que redundou em crise de confiança – e conseqüente contração e empoçamento de liquidez nos mercados interbancários – e elevação do custo de financiamento das instituições financeiras. Em meados de março, após um período de relativa calma, os rumores de insolvência do Bear Steans, quinto maior banco de investimento americano, voltaram a semear pânico nos mercados, levando a uma forte elevação no *TED Spread* – diferencial entre a taxa de juros dos títulos de três meses do tesouro americano e a taxa de juros dos empréstimos bancários de três meses em eurodólar (Gráfico 1) –, que serve como indicador de crise sistêmica.

No primeiro trimestre de 2008, importantes instituições financeiras, sobretudo americanas e européias, voltaram a contabilizar perdas em volume superior ao total registrado ao longo do ano passado. O total acumulado de perdas contabilizadas desde o início da crise já está em US\$387 bilhões (Tabela 1).

Gráfico 1. Evolução do TED Spread



Fonte: Board of Governors of Federal Reserve System. *Federal Reserve Statistical Release*. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>. Elaboração Grupo de Conjuntura.

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.

Tabela 1. Impacto da Crise em Instituições Financeiras Seleccionadas

Instituição	País	Perdas Contabilizadas (US\$ bilhões)
Citigroup	Estados Unidos	40,7
UBS	Suíça	38,0
Merril Lynch	Estados Unidos	31,7
HSBC	Reino Unido	16,6
Bank of América	Estados Unidos	14,9
Morgan Stanley	Estados Unidos	12,6
Royal Bank of Scotland	Reino Unido	12,0
JP Morgan Chase	Estados Unidos	9,7
Washington Mutual	Estados Unidos	8,3
Deutsche Bank	Alemanha	7,5
Wachovia	Estados Unidos	7,3
Crédit Agricole	França	6,6
Credit Suisse	Suíça	6,3
Mizuho Financial	Japão	6,1
Bear Stearns	Estados Unidos	3,2
Barclays	Reino Unido	3,2
Memo:		
Perdas Totais do Sistema Financeiro desde o 3º trimestre de 2007	Estados Unidos	166,0
	Europa	200,0
	Demais Países	21,0
	Total Geral	387,0

Fonte: BBC News International e Financial Times. Elaboração Grupo de Conjuntura, com informações disponíveis até o dia 5 de junho.

De acordo com dados mais recentes, divulgados pelo Institute of International Finance, os bancos europeus acumulam perdas bem maiores do que os americanos: US\$200 bilhões contra US\$166 bilhões. Em termos individuais, as perdas mais vultosas foram registradas pelos americanos Citi, Merrill Lynch, Bank of America e Morgan Stantley, pelo suíço UBS e pelos britânicos HSBC e RBS. Dentre as instituições japonesas, bem menos afetadas pela crise que suas congêneres européias e americanas, o Mizuho Financial Group, o segundo maior do Japão, foi o mais afetado, com perdas contabilizadas de US\$6,1 bilhões. Esse montante equivale a 76% dos prejuízos totais dos bancos japoneses relacionados aos investimentos com produtos estruturados lastreados em hipotecas *subprime* (Japanese..., 2008).

Para atender às exigências de capital mínimo de 8% dos ativos ponderados pelos riscos, várias das instituições mais seriamente afetadas pela crise buscaram ampliar o capital, seja solicitando aportes aos seus acionistas, seja captando recursos com investidores estrangeiros, dentre os quais fundos soberanos dos países asiáticos em desenvolvimento. De acordo com a imprensa especializada, essas instituições já captaram US\$266,5 bilhões. Enquanto os bancos americanos levantaram US\$141 bilhões, seus rivais europeus obtiveram apenas US\$125,5 bilhões (Tett, 2008).

Para evitar a ocorrência de crise sistêmica e seus efeitos deletérios para o conjunto da economia, os principais bancos centrais dos países avançados – Federal Reserve (Fed), Banco Central Europeu (BCE) e Banco da Inglaterra (BoE) – responderam com amplo fornecimento de liquidez aos bancos em dificuldade, que envolveu uma ação coordenada entre as autoridades monetárias em dezembro. Porém, como os mecanismos tradicionais de assistência financeira de liquidez mostram-se insuficientes para diminuir as pressões nos mercados interbancários, que se traduziam em elevados *spreads* e forte volatilidade, os bancos centrais introduziram novas modalidades operacionais.

Assim, desde 12 de dezembro, por exemplo, o banco central americano passou a realizar dois leilões mensais de dinheiro com prazo de 28 dias (*Term Auction Facility - TAF*), tendo como colateral um espectro mais amplo de títulos com excelente grau de risco. De US\$20 bilhões por leilão, a oferta do Fed foi elevada gradualmente para os atuais US\$75 bilhões. No início de março desse ano, o presidente do banco central anunciou que esses leilões seriam realizados por, no mínimo, mais seis meses ou até que as condições do mercado se normalizem.

Com o agravamento da crise e a quase falência do banco de investimento Bearn Stearns, cuja aquisição pelo JP Morgan contou com um empréstimo de US\$30 bilhões do Fed, duas novas modalidades de fornecimento de liquidez foram introduzidas. Para atender às necessidades das instituições financeiras não-

bancárias que atuam como *primary dealer* nas operações do mercado aberto, o Fed, mediante a *Term Securities Lending Facility* (TSLF), passou a realizar leilões semanais de liquidez em datas pré-anunciadas para liquidação em 28 dias. Com a *Primary Dealers Credit Facility* (PDCF), os *primary dealers* passaram a contar com acesso diário à liquidez, com taxa de juros preestabelecida e um amplo leque de títulos com grau de investimento como colateral (NYFed, 2008). Além disso, em março de 2008, o Fed aumentou a linha de crédito das operações de *swap* (*swap line*) junto ao BCE e ao Banco Nacional da Suíça, com o objetivo de assegurar o suprimento dos dólares necessários para o fornecimento de liquidez em dólares para os seus bancos domésticos, em uma nova ação coordenada com vista a reduzir as pressões nos mercados interbancários. A linha do BCE subiu de US\$10 bilhões a US\$30 bilhões, enquanto a linha para o banco central suíço passou de US\$2 a US\$6 bilhões (Bernanke, 2008b).

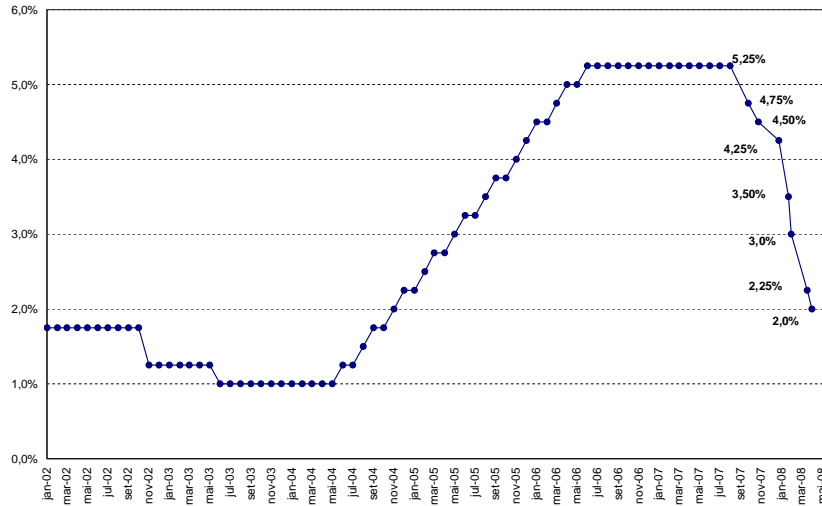
O BCE e o BoE também introduziram novas modalidades de fornecimento de liquidez com prazos mais longos. Em março, o BCE realizou leilões de dólares por 28 dias com colateral em euro. E, no caso inglês, em abril, os bancos puderam realizar trocas de títulos lastreados em hipotecas de alta qualidade por títulos do Tesouro.

Na atuação dos principais bancos centrais, nota-se, contudo, diferentes estratégias de enfrentamento da crise. Tão logo percebeu a gravidade da crise e a ameaça de forte desaceleração da economia, o Fed deu início ao afrouxamento da política monetária, com a redução na taxa de redesconto em agosto. Igualmente, desde setembro de 2007, o Fed vem reduzindo a meta da taxa básica de juros (*federal funds rate*) que, em abril de 2008, atingiu o patamar de 2,0% a.a., o mais baixo desde 2004 (Gráfico 2). No total, o Fed cortou 3,25 p.p. na taxa básica, tendo surpreendido o mercado com uma reunião extraordinária no dia 22 de janeiro, quando reduziu a meta da *fed fund rate* em 0,75%.

Já o BCE, preso ao seu mandato de guardião da estabilidade dos preços, até o momento não mexeu na taxa básica de juros, a *main refinancing rate*, que permanece em 4% a.a., por temer o recrudescimento das pressões inflacionárias associadas às altas dos preços dos alimentos e combustíveis. Também com mandato único de garantidor da estabilidade dos preços e compromisso explícito com uma meta de inflação de 2% a.a., o BoE realizou, desde o início da crise, três cortes, que totalizaram 0,75 p.p., na meta da taxa básica entre os meses de dezembro e abril. Nas reuniões do Comitê de Política Monetária (MPC na sigla em inglês) de maio e junho, a taxa básica foi mantida em 5,0%. No comunicado à imprensa divulgado após a reunião de junho, o presidente do BoE destacou as pressões inflacionárias associadas à alta dos preços dos alimentos e combustíveis, que resultaram em inflação de 3% em doze meses terminados em abril, para

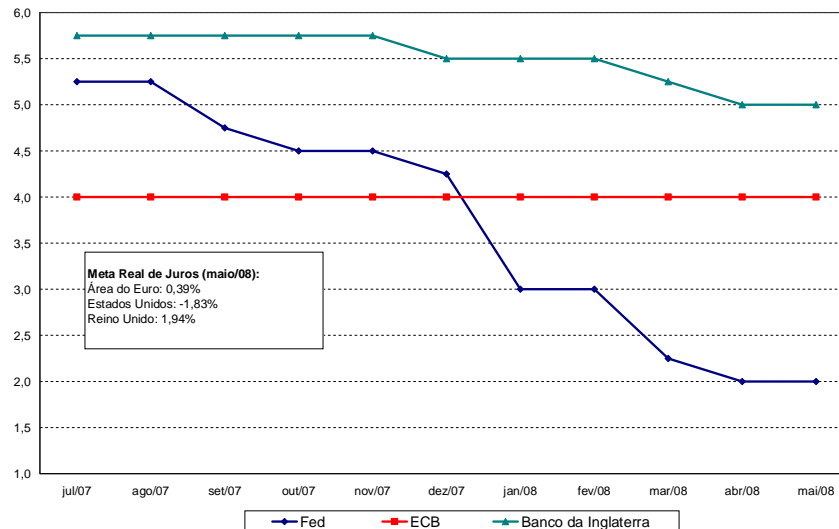
justificar a manutenção da taxa básica (aprovada por oito dos nove membros do MPC). Essa decisão foi severamente criticada pelas associações empresariais, que temem uma retração ainda mais forte do mercado imobiliário, com repercussão no consumo das famílias e nos investimentos.

Gráfico 2. Evolução da Meta da Federal Funds Rate (% a.a.)



Fonte: Board of Governors of Federal Reserve System. Disponível em <http://www.federalreserve.gov>
Elaboração Grupo de Conjuntura.

Gráfico 3. Evolução da Meta das Taxas de Juros Oficiais da Área do Euro, Estados Unidos e Reino Unido (% a.a.)



Fonte: Board of Governors of Federal Reserve System; European Central Bank, Bank of England.
Elaboração Grupo de Conjuntura.

Todavia, os mercados interbancários ainda não se normalizaram completamente. O indicador de risco de crédito bancário, *TED spread*, embora tenha começado a se reduzir, permanece em patamar bastante elevado (Gráfico 1). Há indícios que as condições de liquidez de diversos segmentos do mercado financeiro começaram a melhorar. Porém, os mercados ainda estão longe do seu normal, como bem ressaltou o presidente do Federal Reserve, em discurso proferido no dia 13 de maio (Bernanke, 2008b).

Vários analistas consideram que até todas as perdas serem anunciadas e contabilizadas pelos bancos, a contração de crédito e liquidez não será resolvida. A desconfiança entre bancos e demais instituições financeiras traduziu-se na deterioração das condições de crédito das famílias e das empresas, à exceção das grandes corporações com elevado *rating*. O custo do crédito subiu, assim como as exigências de colateral. Além disso, ao lado do reforço de capital para compensar as perdas, as instituições financeiras estão procurando reduzir o grau de alavancagem, o que significa menor disposição para rolagem de dívida e concessão de novos empréstimos, com efeitos cumulativos sobre o consumo das famílias e os investimentos das empresas. Desse modo, o ajustamento dos bancos e demais instituições financeiras poderá contribuir para uma desaceleração no nível de atividade mais forte e mais prolongada, o que, por sua vez, resultaria em maior fragilidade financeira.

Esse cenário não é improvável, na medida em que as taxas de juros de longo prazo, incluindo as de hipotecas com juros fixos, sobem em vez de acompanhar as quedas promovidas na *federal funds rate*, e os preços dos imóveis continuam em queda. Ademais, a elevação dos preços do petróleo e das *commodities* agrícolas reduz a renda real das famílias, dificultando o pagamento dos serviços das hipotecas, enquanto as empresas sofrem com a elevação dos preços das matérias-primas e a fraca demanda (Bernanke, 2008a). Nessas circunstâncias, mesmo uma política monetária agressiva como a praticada pelo Fed pode ter efeitos limitados sobre o desempenho da economia.

Cabe mencionar que, nos Estados Unidos, também com o propósito de evitar a forte desaceleração na economia e afastar a ameaça de recessão, o governo Bush lançou um pacote fiscal, num total de US\$ 146 bilhões. Esse pacote incluiu abatimento tributário entre US\$300 e US\$600 para a grande maioria dos americanos, assim como um corte de impostos de um montante total de US\$50 bilhões para as empresas, com o objetivo de incentivar o investimento. Embora consideradas insuficientes e tardias, na avaliação de vários analistas, as medidas de estímulo fiscal, em conjunto com a política monetária pró-ativa do Fed, evitaram que a economia americana entrasse em recessão no primeiro trimestre de 2008, como será visto a seguir.

3. Desempenho Macroeconômico

As projeções realizadas tanto pelo FMI como pela OCDE para os Estados Unidos apontam desaceleração econômica em 2008 e 2009, acompanhada de elevação da inflação e da taxa de desemprego (Tabela 2). Entre as estimativas dos dois organismos internacionais, as divergências mais significativas referem-se ao crescimento real do PIB dos Estados Unidos e à variação da inflação na Área do Euro.

Enquanto o FMI projetava em abril uma recessão suave no primeiro semestre, com incremento real do PIB de 0,5% em 2008, a OCDE, cujas projeções foram divulgadas no dia 3 de junho – quando o resultado do primeiro trimestre já era conhecido – estima uma variação real de 1,2%. Em relação à inflação, as estimativas do FMI para a Área do Euro indicavam uma variação de 2,8% em 2008 contra 3,4% da OCDE.

Tabela 2. Área do Euro e Estados Unidos: Indicadores Econômicos Selecionados

Indicadores Econômicos	2007	Projeções do FMI		Projeções da OCDE	
		2008	2009	2008	2009
Variação Real do PIB (%)					
Área do Euro	2,6	1,4	1,2	1,7	1,4
Estados Unidos	2,2	0,5	0,6	1,2	1,1
Inflação (%)					
Área do Euro	2,1	2,8	1,9	3,4	2,4
Estados Unidos	2,5	3,0	2,0	3,2	2,0
Desemprego (%)					
Área do Euro	7,4	7,3	7,4	7,2	7,4
Estados Unidos	4,6	5,4	6,3	5,4	6,1

Fonte: FMI – *World Economic Outlook*, 2008, Abril; OCDE - *OECD Economic Outlook* nº 83, 2008, June

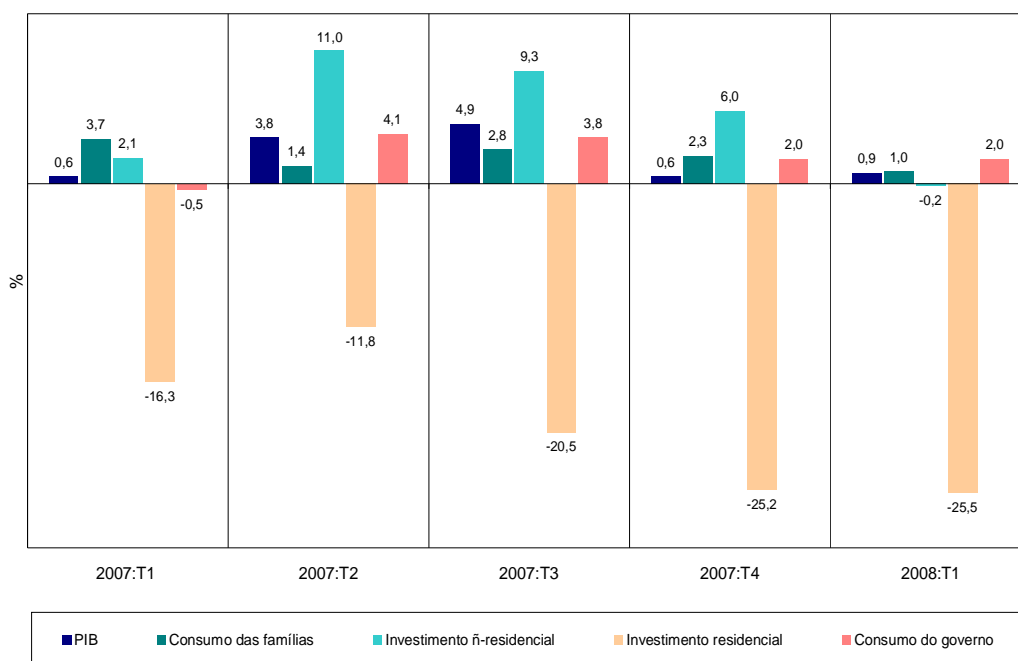
Na avaliação do FMI (2008), a despeito da adoção do pacote de estímulo fiscal e da agressiva política monetária expansionista do Fed, as previsões para 2008, para os Estados Unidos, são de retração do consumo em razão do efeito “riqueza” adverso e de queda no investimento empresarial. As exportações seriam a única atividade privada em expansão, pois se beneficiariam da contínua desvalorização do dólar e da forte desaceleração da economia americana relativamente ao crescimento dos seus parceiros comerciais, notadamente os países em desenvolvimento. Na Área do Euro, a expansão da região, que vinha sendo liderada pela robusta ampliação dos gastos com investimento, deverá se

enfraquecer significativamente, com redução do incremento real do PIB de 2,6% em 2007 para 1,4% em 2008 e 1,2% em 2009.

Na avaliação da OCDE (2008), a política macroeconômica expansionista moderou os impactos da forte retração do crédito e do declínio dos preços dos imóveis sobre o consumo das famílias, levando à revisão para cima das estimativas do PIB americano em 2008. Na Área do Euro, as estimativas indicam uma expansão econômica moderada em 2008, com crescimento do PIB abaixo do seu potencial, em razão da forte desaceleração no segundo trimestre, provocada pela contração do crédito, inflação ascendente e declínio no mercado imobiliário.

Os resultados do primeiro trimestre de 2008 revelam uma assimetria no desempenho das principais economias avançadas. O PIB americano cresceu mais do que o esperado, com revisão para cima da taxa anualizada de 0,6% para 0,9%, puxada pelo gasto do governo e pelo consumo das famílias (Gráfico 4). Já na Área do Euro, embora o resultado do primeiro trimestre tenha sido favorável (2,8% anualizado), a queda nas vendas no varejo e a perda de dinamismo das exportações em virtude da apreciação do euro ante o dólar dão sinais de desaceleração maior que a esperada.

Gráfico 4. Estados Unidos: Variação do PIB em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior (Dados com Ajuste Sazonal, Taxas Anualizadas)

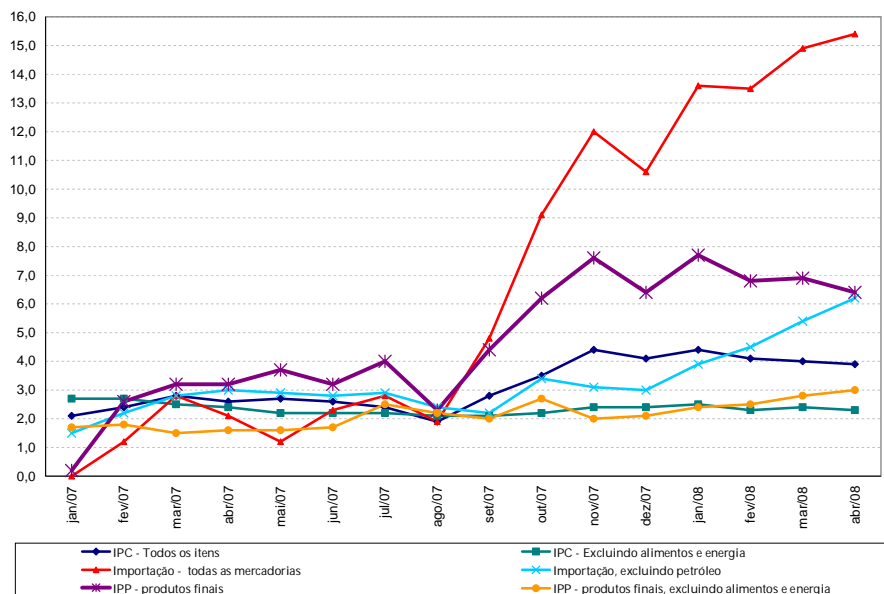


Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA). Elaboração Grupo de Conjuntura.

Não obstante a desaceleração da atividade econômica, as pressões inflacionárias decorrentes da alta dos preços dos alimentos e da energia são importantes fontes de preocupação, tanto nos Estados Unidos como na Área do Euro. Nos Estados Unidos, a alta do índice de preço ao produtor, em razão do aumento no preço das matérias-primas, em particular energia e metais, ainda não contaminou o índice de preços ao consumidor. O núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, tem permanecido bem comportado no patamar de 2,0% (Gráfico 5). Na Área do Euro, em abril, a inflação em doze meses, medida pelo IPC harmonizado, estava em 3,6% (Gráfico 6), bem acima dos 2% considerados aceitáveis pelo BCE, e no patamar mais elevado desde 1993.

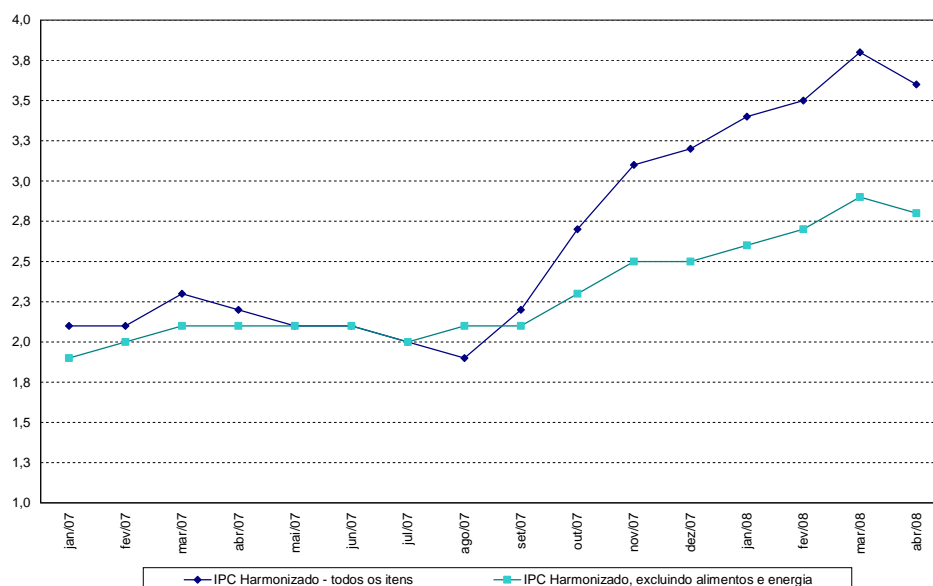
Vários fatores têm contribuído para a elevação dos preços das *commodities* agrícolas e não-agrícolas, como petróleo e metais. Além do forte crescimento da demanda dos países em desenvolvimento, cujas economias se expandem em ritmo acelerado – notadamente China e Índia –, e de restrições de oferta – como catástrofes naturais que afetam as safras agrícolas, utilização de cereais para fabricação de biocombustível, e elevado grau de utilização da capacidade na extração de petróleo –, também tem havido forte especulação nos mercados futuros, o que afeta o preço *spot* (Masters, 2008).

Gráfico 5. Estados Unidos: Evolução dos Índices de Preço ao Consumidor, Produtor e Bens Importados (Variação em 12 Meses; Dados Com Ajuste Sazonal)



Fonte: Bureau of Labor Statistics Data (BLS). Elaboração Grupo de Conjuntura.

Gráfico 6. Área do Euro: Evolução do Índice de Preço ao Consumidor Harmonizado (Variação em Doze Meses)



Fonte: Eurostat. Elaboração Grupo de Conjuntura.

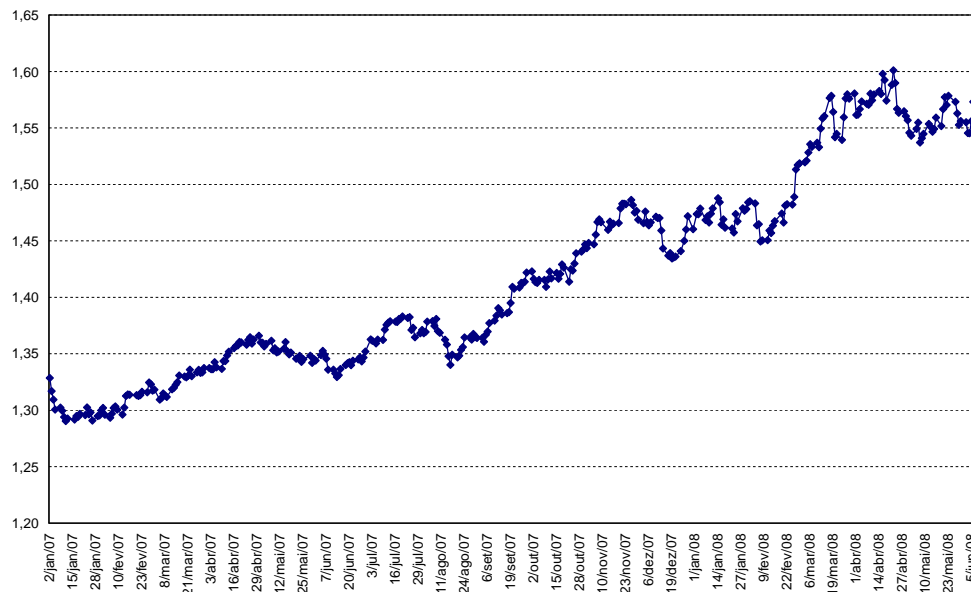
4. Considerações Finais

A desaceleração econômica nas principais economias avançadas em um cenário de inflação ascendente – em virtude de elevação nos preços internacionais de *commodities*, por razões que fogem ao controle das autoridades econômicas –, coloca os bancos centrais no sério dilema de evitar o descontrole da inflação sem provocar recessão.

No caso americano, os preços dos imóveis em queda, a retração nos investimentos residenciais, a contração do crédito, a alta nos preços dos alimentos e combustíveis (que reduz a renda disponível das famílias) são sinais inequívocos de que a ameaça de recessão não foi afastada. Porém, o recrudescimento das pressões inflacionárias, para o qual contribui o enfraquecimento do dólar (Gráfico 7), pode levar o Fed a interromper a redução da meta da taxa básica de juros que, em termos reais, já está negativa em 1,8%.

Em discurso pronunciado no dia 3 de junho, Bernanke revelou sua preocupação com as implicações da depreciação do dólar para a inflação e as expectativas de inflação. Além de afirmar que, em colaboração com o secretário do Tesouro, continuará a monitorar os mercados de câmbio, ressaltou que o Federal Reserve continuará formulando a política monetária de acordo com seu mandato dual de garantir o pleno emprego e a estabilidade dos preços.

Gráfico 7. Evolução da Taxa de Câmbio Spot US\$ - Euro



Fonte: Board of Governors of Federal Reserve System. *Federal Reserve Statistical Release*. Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h10/hist/dat00_eu.htm Elaboração Grupo de Conjuntura.

Na Área do Euro, o presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, declarou, após a reunião no último dia 5 de junho, que manteve a meta da taxa em 4% e que não está excluída a hipótese de elevação dos juros na próxima reunião a ser realizada em julho, como forma de garantir a sólida ancoragem das expectativas de inflação. Essa declaração repercutiu imediatamente na apreciação do euro em relação ao dólar e na elevação do preço do petróleo, que teve sua maior alta em mais de dois meses, terminando o pregão cotado na Bolsa de Nova York a US\$127,79 o barril (US\$5,49 mais que no pregão do dia 4 de junho). Esses últimos eventos indicam que os bancos centrais precisam avançar na coordenação das políticas, indo além da injeção de liquidez nos mercados interbancários.

Referências Bibliográficas

BERNANKE, Ben (2008a) Remarks on the economic outlook. Speech at International Monetary Conference, Barcelona, Spain, June 3. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2008speech.htm>

_____ (2008b) Liquidity provision by the Federal Reserve. Speech at the Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Market Conference, May 13. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2008speech.htm>

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (2008). Understanding the recent changes to Federal Reserve liquidity provision. May. Disponível em http://www.newyorkfed.org/markets/Understanding_Fed_Lending.html

FMI (2008). *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

FREITAS, M. Cristina P.; CINTRA, Marcos A. M. (2008) Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. *Revista de Economia Política*, julho, no prelo.

JAPANESE...(2008) Japanese sub-prime losses up 41%. BBC News, June 6. Disponível em <http://bbcnews.com>

MASTERS, Michel (2008). Testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs United States Senate, May 20.

OCDE (2008) *OECD Economic Outlook*, nº 83, Paris: OCDE, June.

SHELLOK, Dave. Eurozone inflation surge sparks rate rise fears. *Financial Times*, May, 31. Disponível em <http://www.ft.com>.

TETT, Gillian (2008). European banks harder hit by credit crunch. *Financial Times*, June 5. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/28f13802-3349-11dd-8a25-0000779fd2ac.html>

THE FED...(2008). The Fed, the cost of oil and inflation. *Financial Times*, June 1. Disponível em <http://www.ft.com>