



# *Crash*

*Fernando Nogueira da Costa*  
**Professor do IE-UNICAMP**

# COMO COMEÇOU A CRISE

## 1 IMÓVEIS VALORIZADOS

Com juros baixos e crédito farto, os preços dos imóveis nos EUA tiveram forte valorização, encorajando mutuários a refinanciar suas hipotecas. Os bancos davam aos mutuários uma diferença em dinheiro, utilizada para consumir



## 2 TÍTULOS LASTREADADOS

Para captar dinheiro, os bancos criaram instrumentos financeiros complexos chamados títulos lastreados em hipotecas (uma espécie de nota promissória garantida pelas hipotecas) e venderam para investidores que também emitiram seus próprios títulos lastreados nesses títulos e passaram-nos para frente, espalhando-os por todo o sistema bancário



## 3 JUROS ALTOS E QUEDA DOS PREÇOS

As taxas de juros começaram a subir para combater a inflação enquanto os preços dos imóveis passaram a cair, fazendo com que as mensalidades da casa própria ficassem mais caras. A inadimplência disparou e, assim, os títulos que eram garantidos por essas hipotecas perderam valor



## 4 PERDA DOS BANCOS

Além dos prejuízos com a inadimplência, os bancos tiveram fortes perdas com os títulos. Os bancos com maiores problemas se viram à beira da falência e precisaram da ajuda do governo americano

Crise de confiança  
Instalou-se uma grave crise de confiança e os bancos não querem mais emprestar, com medo de calotes







## PASSO A PASSO DA CRISE

A origem e as consequências do abalo financeiro

### COMO SE FORMOU A BOLHA

» Anos de juros baixos e crédito farto estimularam os **financiamentos imobiliários** nos EUA, e os preços das casas e apartamentos dispararam

» Encorajados pela valorização, bancos e instituições financeiras passaram a conceder financiamentos garantidos pelo valor futuro dos imóveis

» Em busca de retornos elevados, os financiamentos chegaram até os clientes de **altíssimo risco (subprime)**, de renda, documentação e garantias insuficientes

BOLHA IMOBILIÁRIA

valor inflacionado

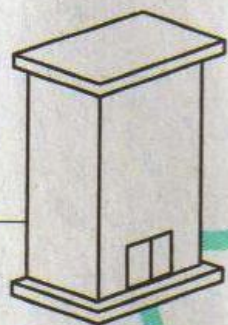
hipoteca



### COMO ELA SE ESPALHOU

» Para conseguir mais recursos, as **instituições financeiras** venderam títulos que pagavam a seus compradores juros compatíveis com os juros elevados cobrados dos mutuários de alto risco

» Os títulos se espalharam pelo mercado e também serviram de base para derivativos, ou seja, contratos em que as partes apostam na variação futura de um produto ou um ativo financeiro



Títulos "podres"

### POR QUE A BOLHA ESTOUROU?

» As taxas de juros começaram a subir para combater a inflação, desaquecendo a economia. A valorização dos imóveis foi interrompida e provocou uma **onda de inadimplência** generalizada

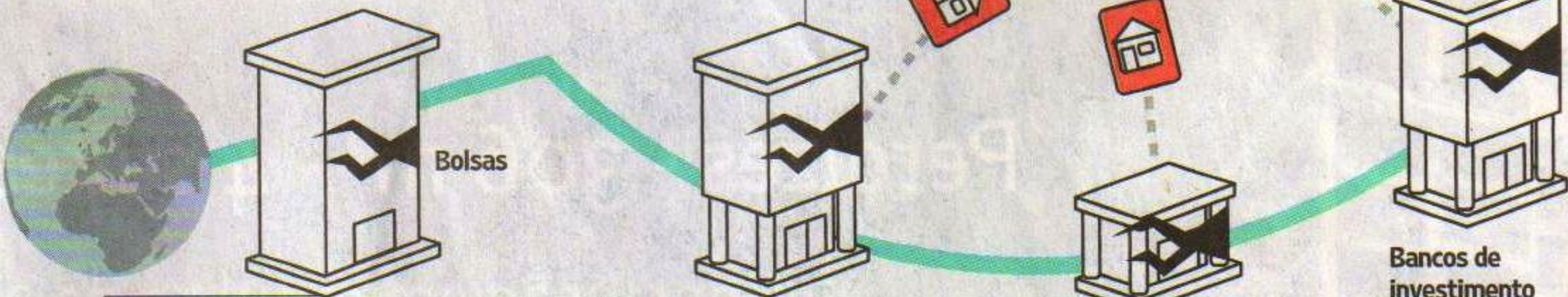




## COMO O MERCADO FOI AFETADO

### PERDA DOS BANCOS

» Além dos prejuízos com a inadimplência, os bancos tiveram fortes perdas com os títulos. Os bancos com maiores problemas se viram à beira da falência e precisaram da ajuda dos governos dos EUA e da Europa

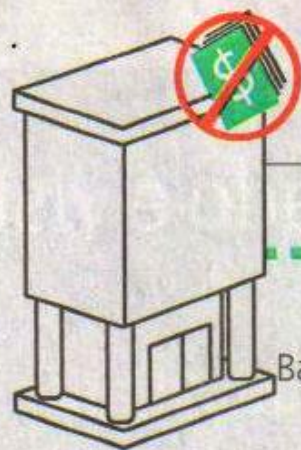


### QUEDA NAS BOLSAS

» Como as incertezas são muito grandes, os investidores se desfazem das ações, levando à queda das Bolsas, e migrando para outros investimentos considerados mais seguros, como os títulos do Tesouro americano



# COMO A CRISE AFETA A ECONOMIA REAL?



Bancos

## CRISE DE CONFIANÇA

» Instalou-se uma grave crise de confiança e os bancos não querem mais emprestar, com medo de calotes



Menos crédito



Menos produção

## AMEAÇA DE RECESSÃO

» Sem crédito, as empresas terão que cortar investimentos e projetos. O que leva à contração da economia



Menos investimento



Menos consumo



Empresas demitem

# **Estrutura da apresentação**

**Crash em 2008**

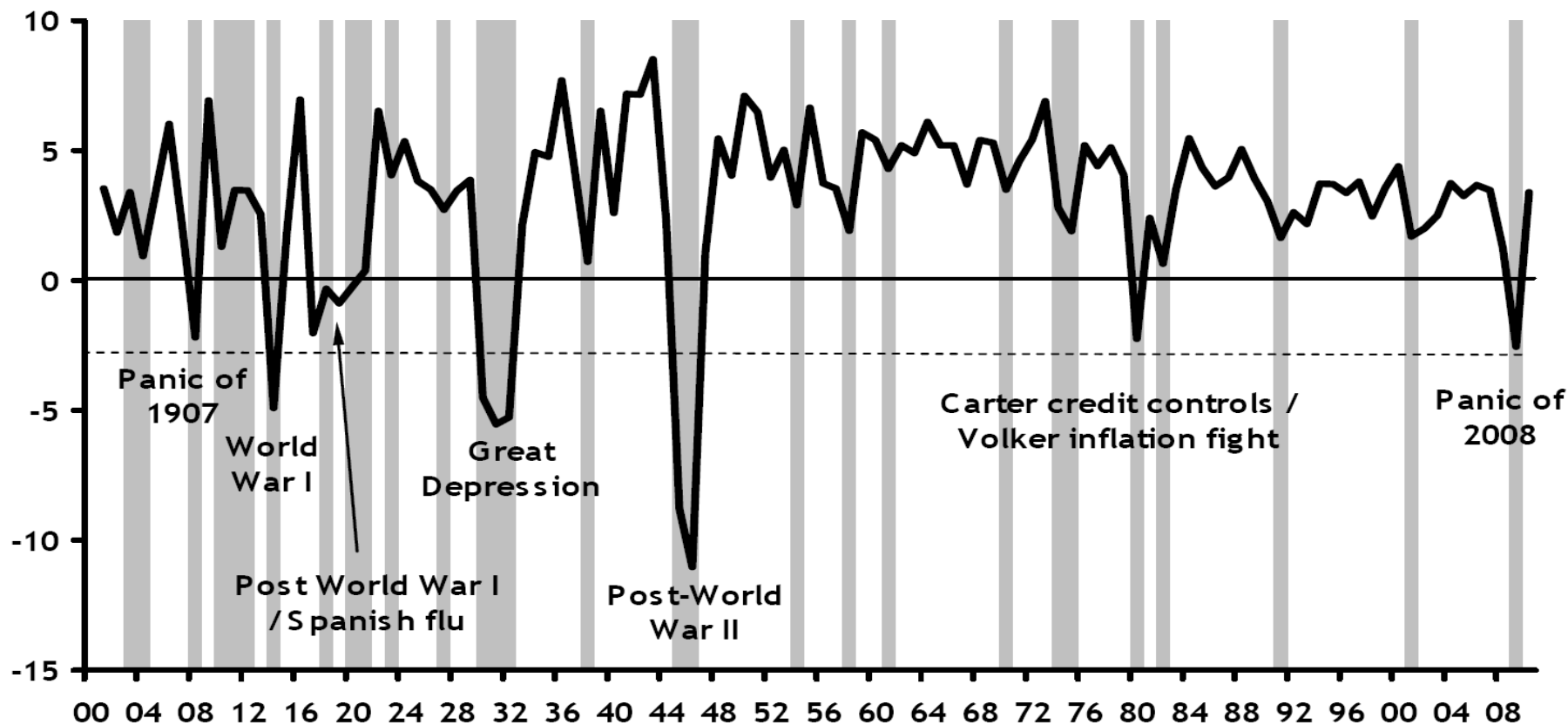
**Regulação e bolha**

**Auto-regulação do mercado**

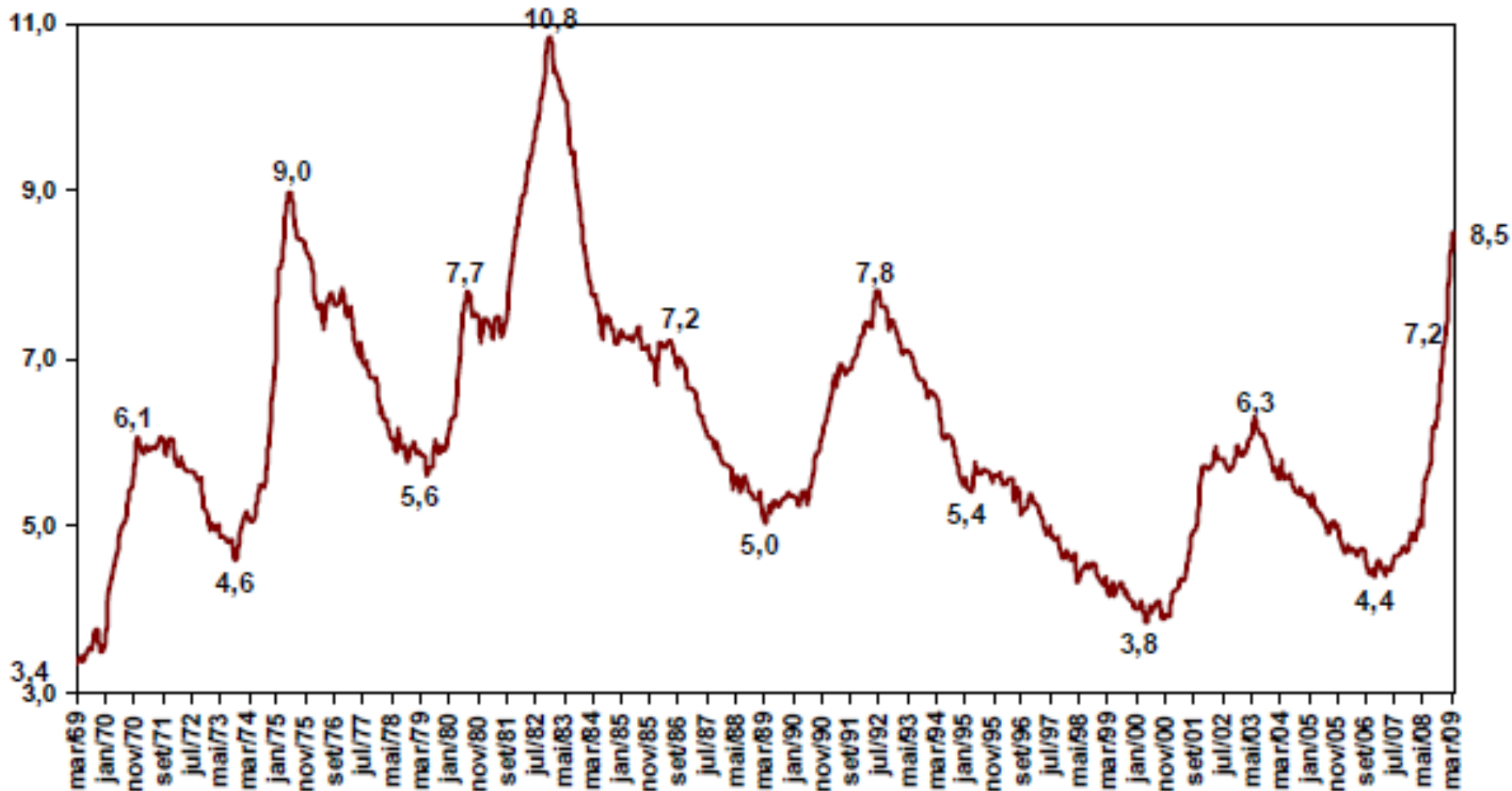
# Recessão: fenômeno raro após II Guerra

## Global real GDP: The seven global recessions

% yoy; US recession bars shown in grey (latest 2009), J.P.Morgan fcst 2009-10



# Taxa de desemprego nos EUA: 1969-2009

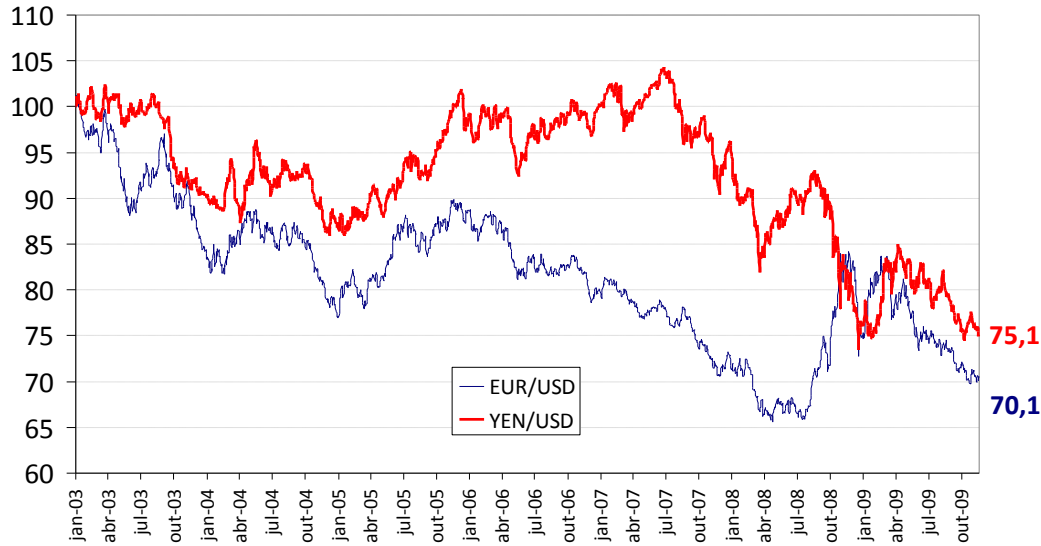




# Depreciação do dólar

Taxas de Câmbio do USD: EURO E YEN

jan/03 = 100

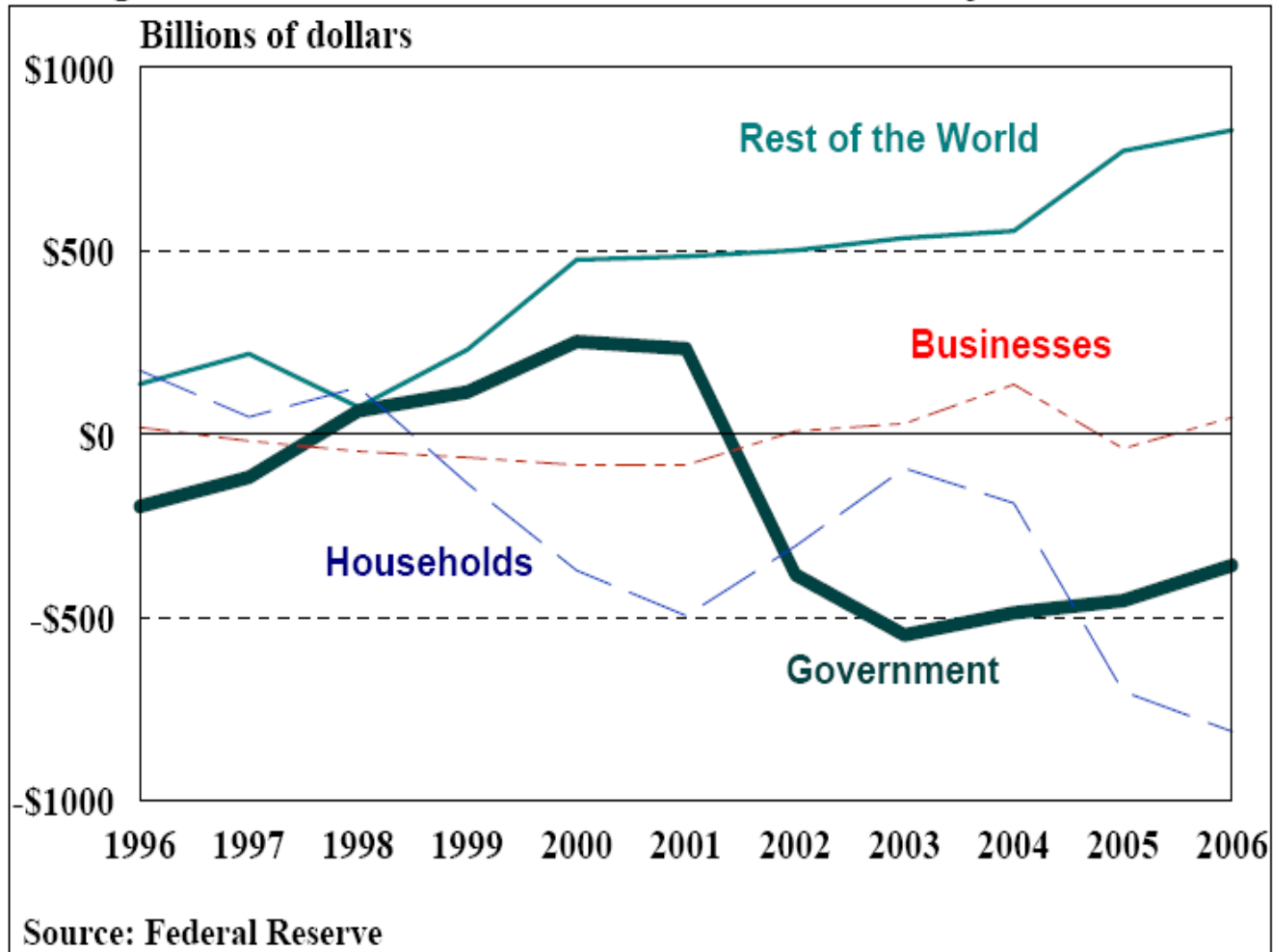


Taxas de Câmbio Países Emergentes

jul/09 = 100



# EUA: Déficits e Superávits Financeiros por Setor

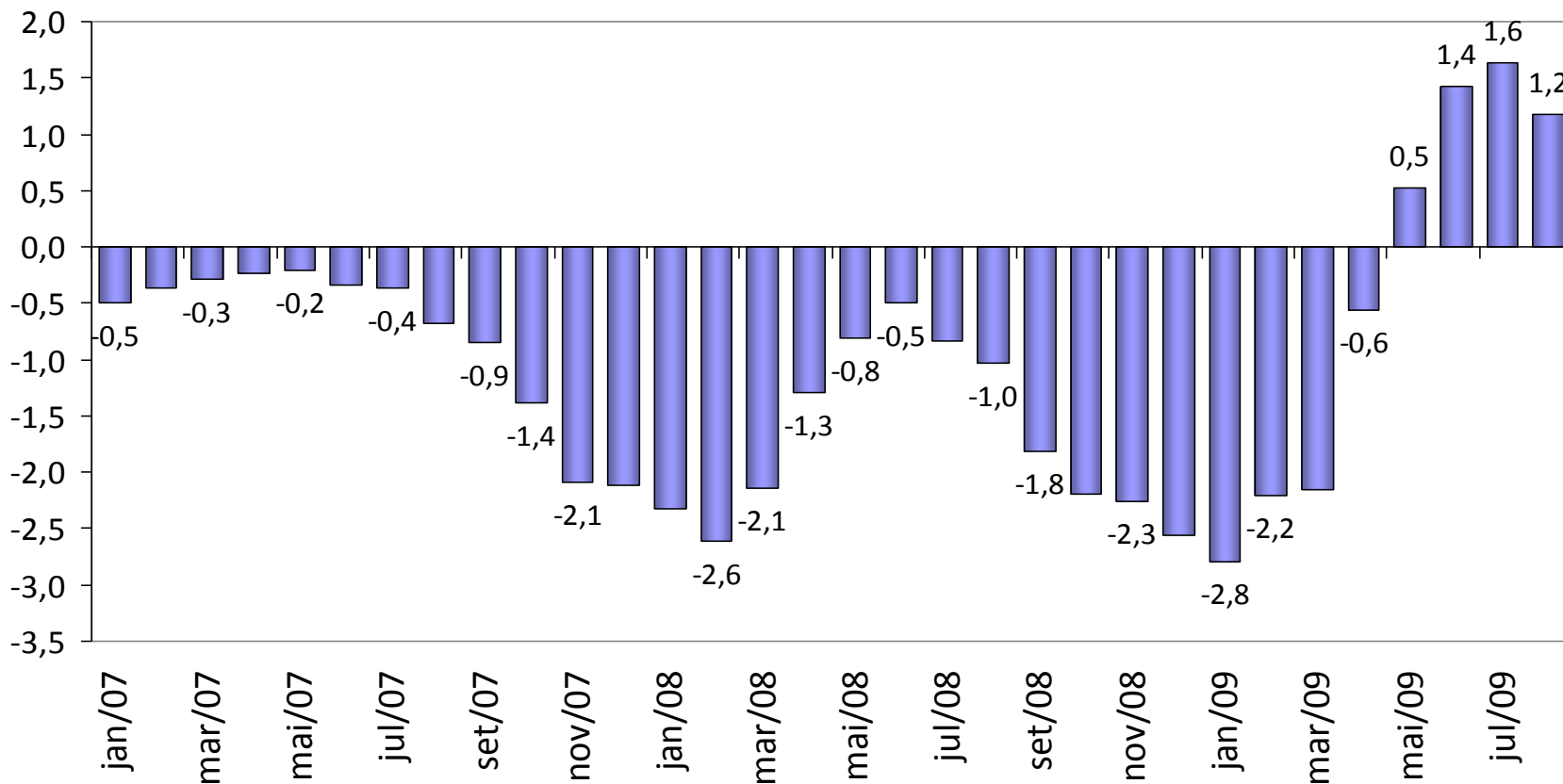


# Evolução dos preços dos imóveis nos Estados Unidos: queda acumulada de 29,3%.

## Varição Mensal dos Preços os Imóveis

Índice Case Shiller Composite 20 home Price index

var.% T/T-1





# EUA: Índice de Preço de Residências



# EUA: Construção de Novas Residências



# A BOLSA EM **UM SÉCULO** A Dow Jones desde 1902



## CRISE DE 1929

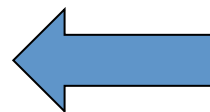
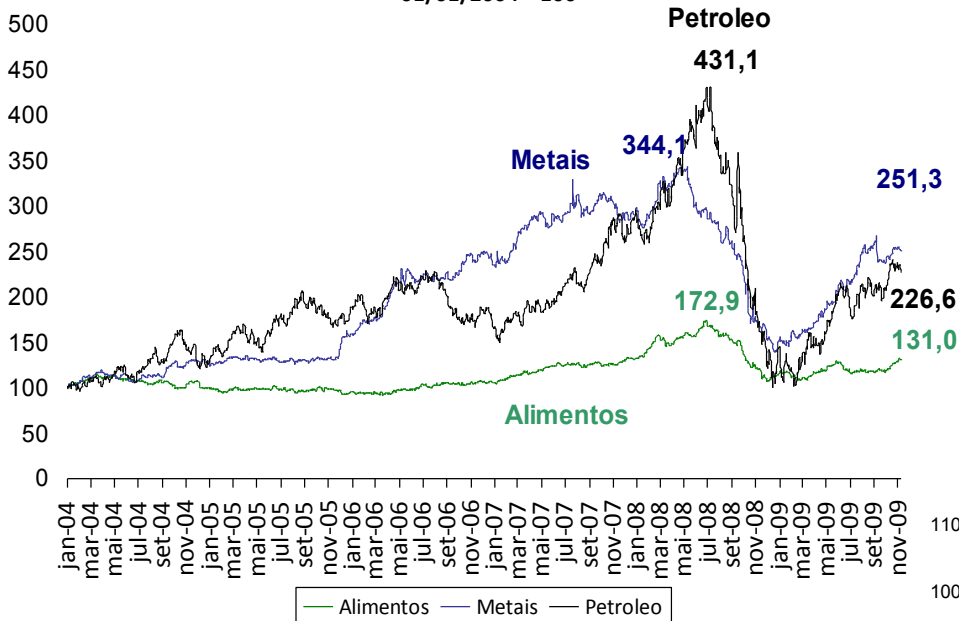
» Crash da Bolsa de Nova York, chegando a perdas de 89%



# Evolução dos preços dos ativos

Evolução dos Preços das Commodities

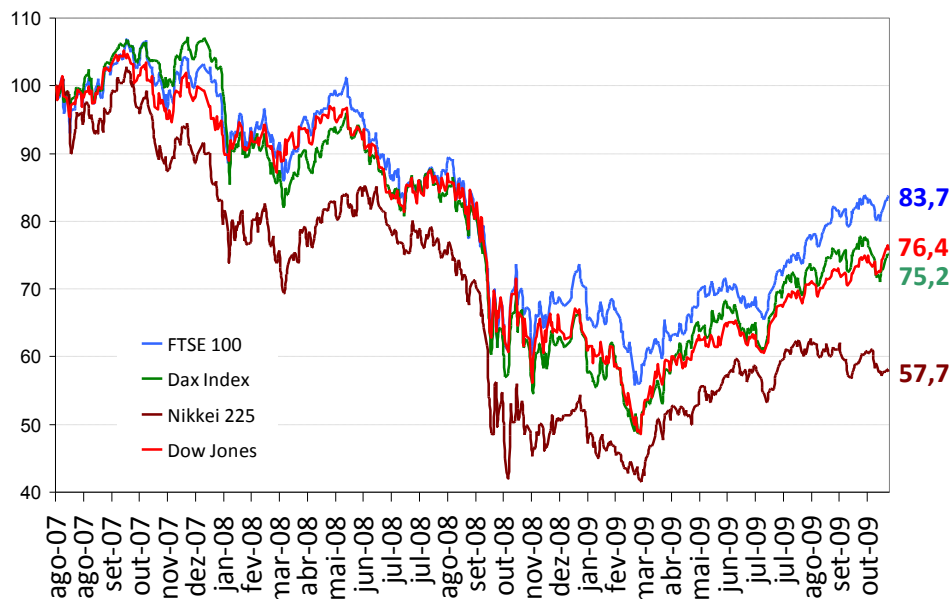
01/01/2004 = 100



Mercado de  
*Commodities*

Principais bolsas mundiais

Índice (ago/07 = 100)



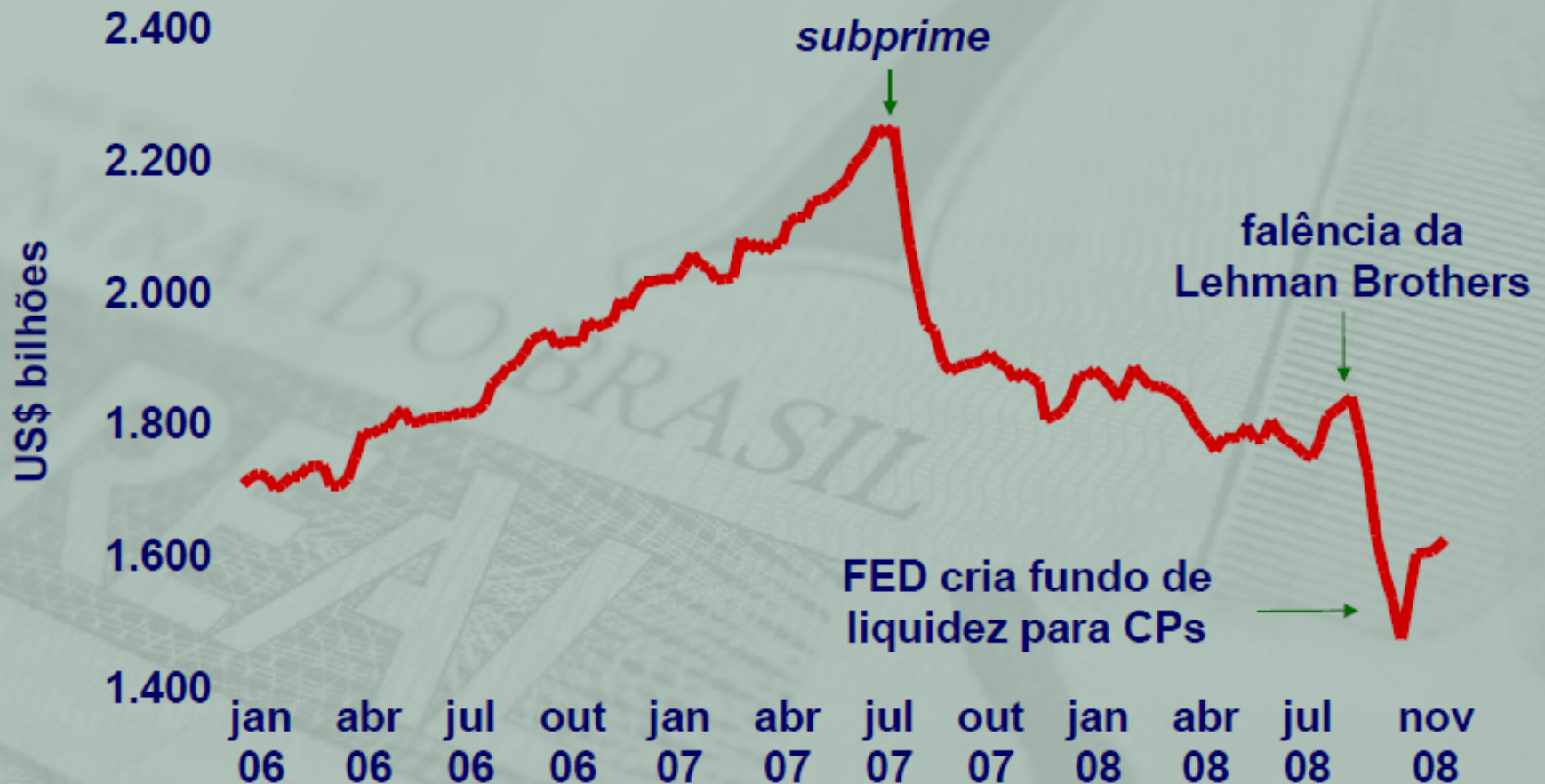
Bolsas de  
Valores



# Valor de Mercado das Bolsas Mundiais



# EUA: Emissão de *Commercial Papers* (CP) por Empresas Não-Financeiras







# **Regulação: criação e explosão da bolha de consumo**

# Regulacionistas

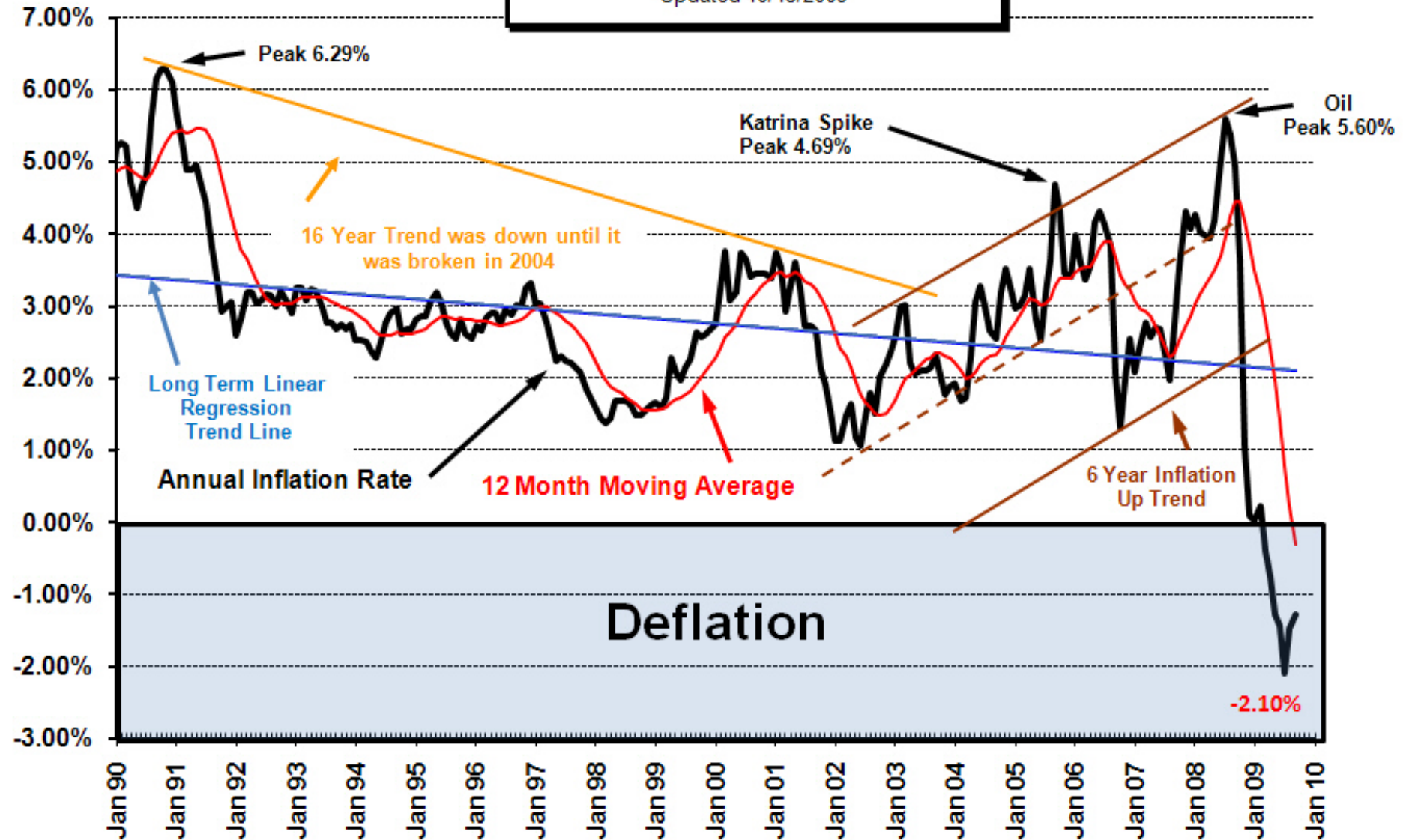
- **A origem da crise financeira atual está nos *bancos centrais*.**
- Enquanto se empenhavam no *controle da inflação de preços ao consumidor*, eles preferiram ignorar *os perigos da inflação de ativos financeiros*, enganados pela **tese da auto-regulação**: *“os mercados são capazes de se regular”*.

# Annual Inflation Rate

© 2009 [www.InflationData.com](http://www.InflationData.com)

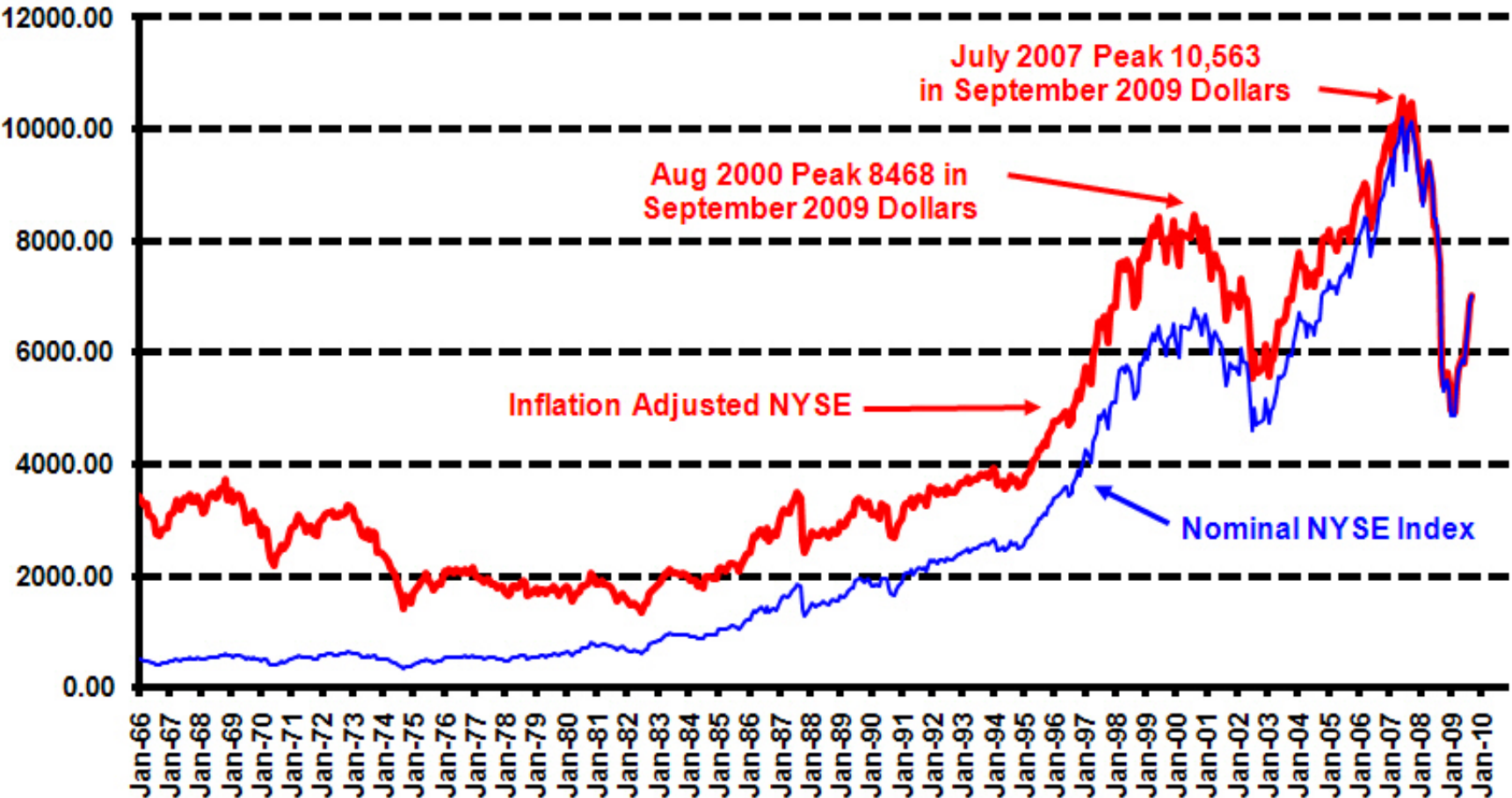
Prepared By Timothy McMahon

Updated 10/15/2009

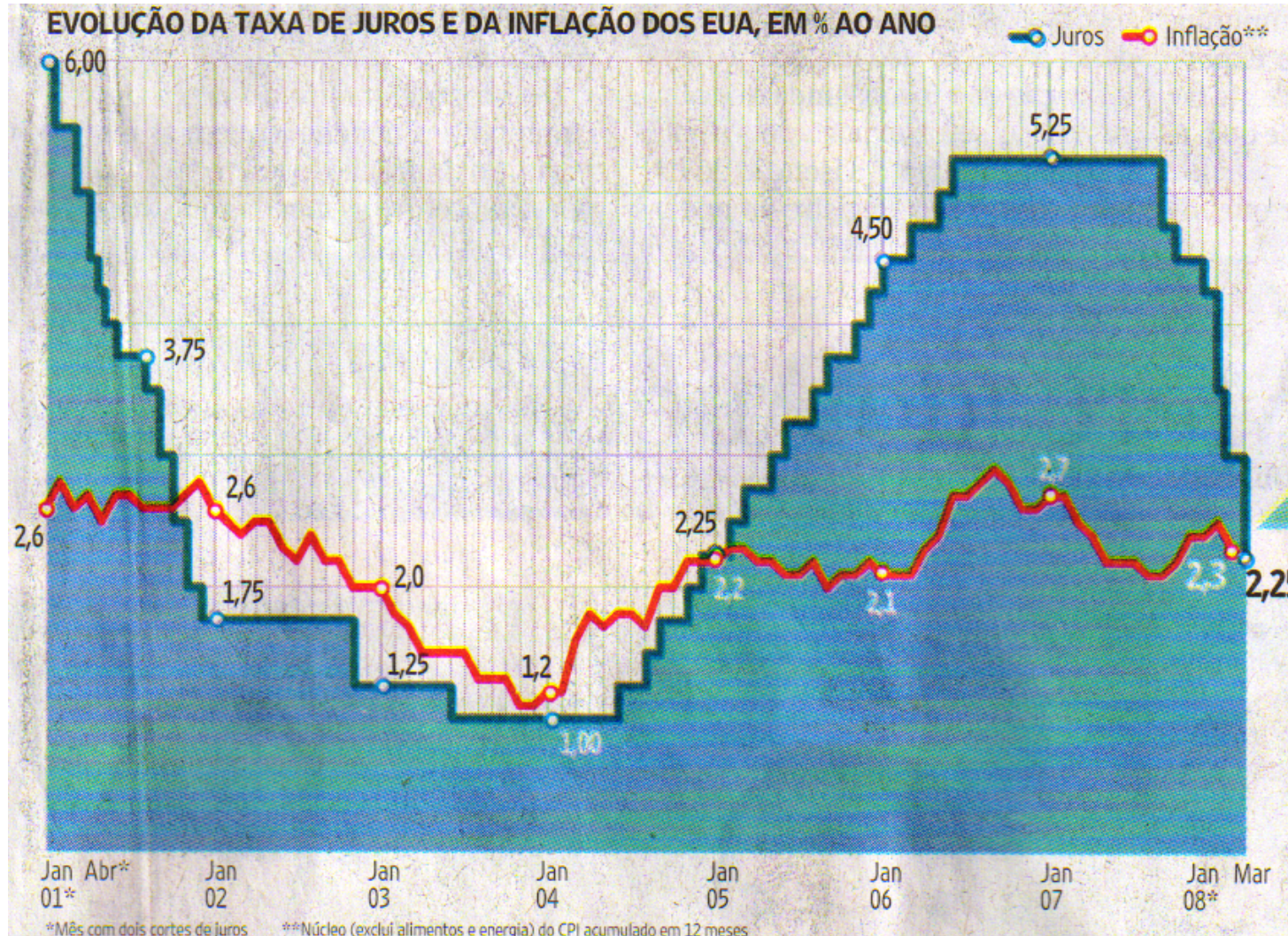




**Inflation Adjusted NYSE Index**  
**(1966-2009) Monthly**  
**In September 2009 Dollars**  
 © www.InflationData.com  
 Updated 10/15/2009



# Oscilação dos juros



A taxa de juros básica foi recolocada no mesmo patamar de maio de 2004: 1% aa, em 29/10/08, mesmo com taxa de inflação em set/08 em 4,9%.



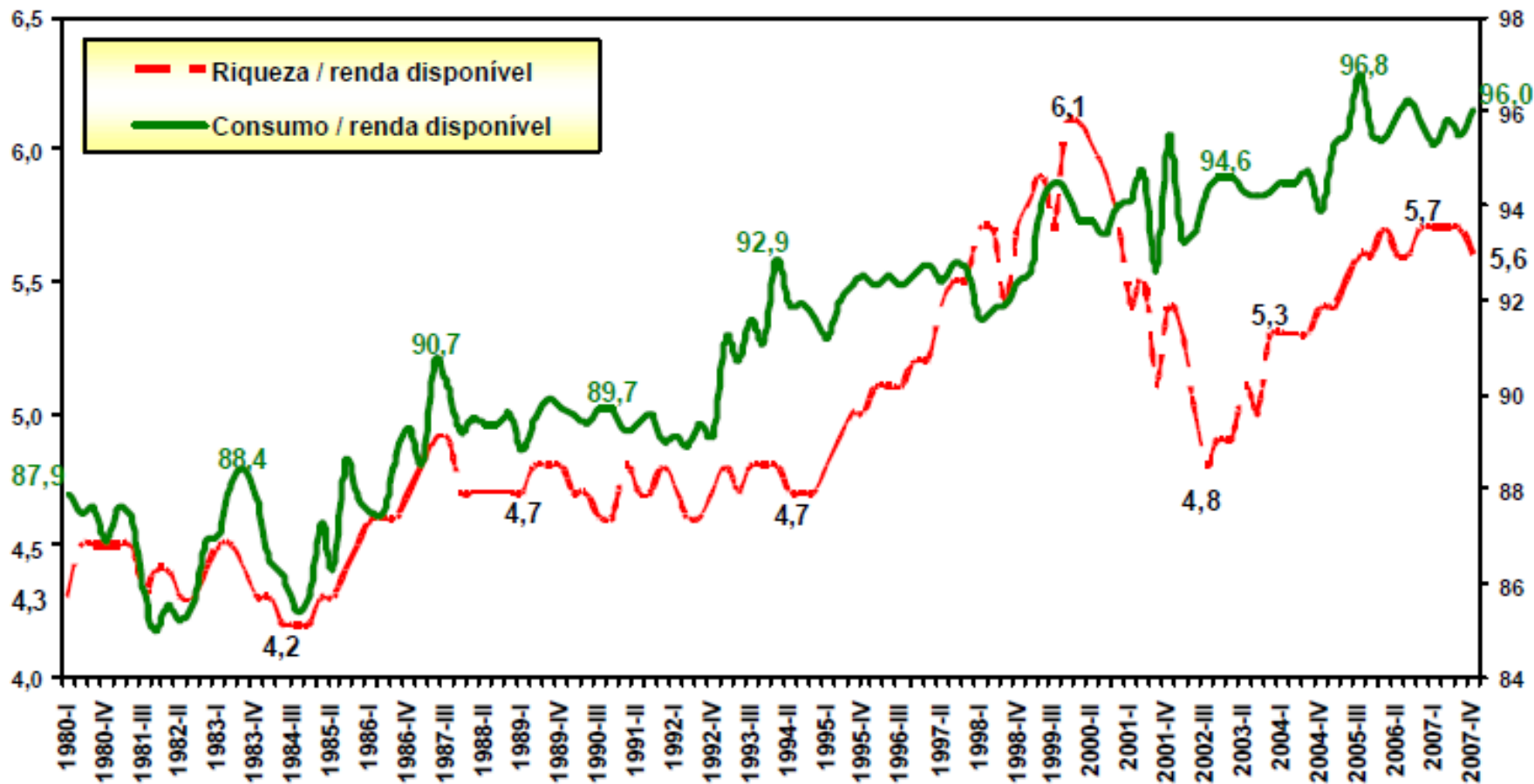
# Balanço patrimonial das famílias e organizações norte-americanas sem fins lucrativos 2006 - 2007

|  | 2006 Q4       | 2007 Q4       | Participação  |
|--|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ativos totais</b>   | <b>69.255</b> | <b>72.093</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Ativos reais</b>  | <b>26.037</b> | <b>26.760</b> | <b>37,1%</b>  |
| Imóveis  | 21.932        | 22.483        | 31,2%         |
| Famílias   | 19.888        | 20.155        | 28,0%         |
| Bens duráveis e outros   | 3.875         | 4.035         | 5,6%          |
| <b>Ativos financeiros</b>  | <b>43.218</b> | <b>45.333</b> | <b>62,9%</b>  |
| Depósitos e moeda  | 6.733         | 7.389         | 10,2%         |
| Depósitos a prazo  | 5.428         | 5.880         | 8,2%          |
| Ações - direto   | 6.178         | 5.447         | 7,6%          |
| Fundos   | 4.536         | 5.082         | 7,0%          |
| Fundos de pensão   | 12.324        | 12.780        | 17,7%         |
| Propriedade empresas não incorporadas                            | 7.330         | 7.892         | 10,9%         |
| <b>Passivo total</b>   | <b>13.455</b> | <b>14.375</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>Crédito e ações emitidas</b>                                  | <b>12.948</b> | <b>13.825</b> | <b>96,2%</b>  |
| Crédito imobiliário  | 9.854         | 10.509        | 73,1%         |
| Crédito consumo  | 2.418         | 2.551         | 17,7%         |
| <b>Riqueza líquida</b>   | <b>55.800</b> | <b>57.718</b> |               |
| <b>Riqueza sobre renda disponível</b>                            | <b>569</b>    | <b>558</b>    |               |
| <b>Percentual de <i>equity</i> dos proprietários nos imóveis</b> | <b>50,5</b>   | <b>47,9</b>   |               |
| <b>Memo</b>  |               |               |               |
| <b>Ações total - direto e indireto</b>                           | <b>16.917</b> | <b>16.808</b> | <b>23,3%</b>  |

O principal passivo das famílias era o **crédito imobiliário**, cerca de US\$ 10,5 trilhões, representando quase 3/4 do passivo total das famílias.



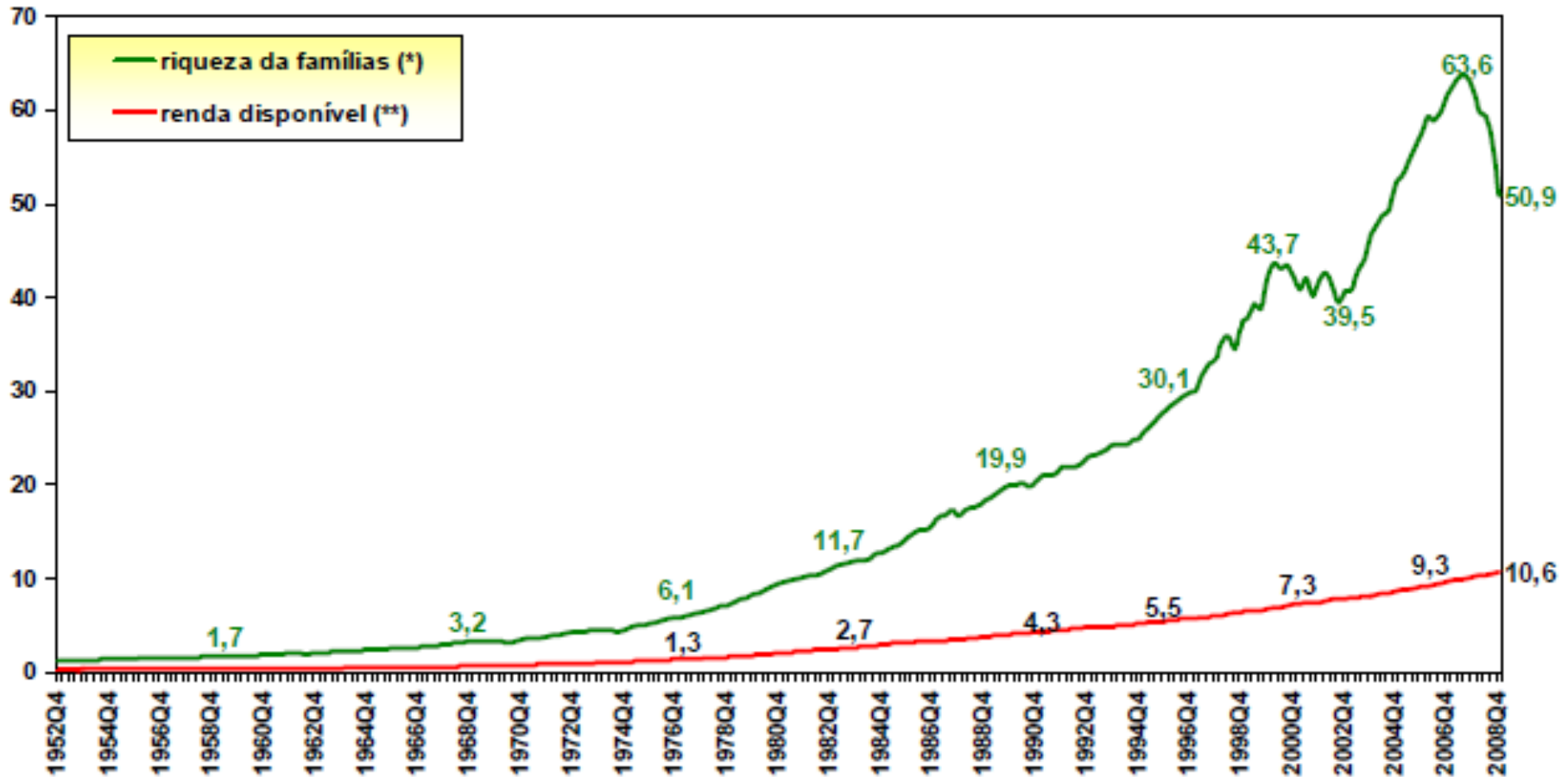
# Consumo como proporção da renda disponível e relação riqueza / renda disponível 1980 - 2007



Fonte: BEA  
Elaboração: BRADESCO

A riqueza líquida das famílias (*ativos menos passivos*) era, no final de 2007, US\$ 57,7 trilhões ou 5,6 vezes a **renda anual**. As famílias consumiam cerca de 96% de sua **renda disponível**.

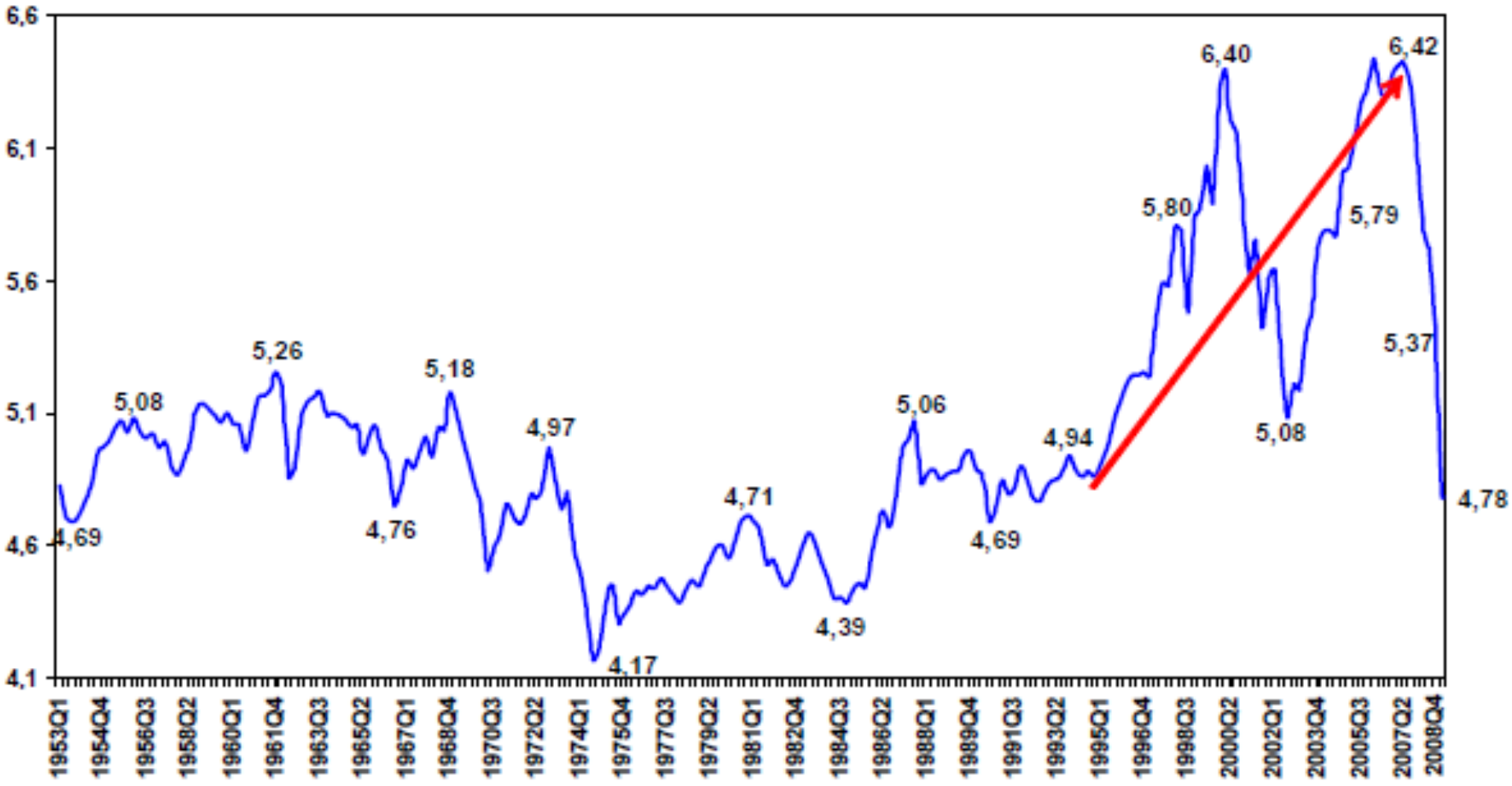
# Evolução nominal da riqueza e da renda das famílias nos EUA 1952 – 2008 (US\$ trilhões)



(\*) balanço patrimonial (casas, ações, títulos, bens duráveis).

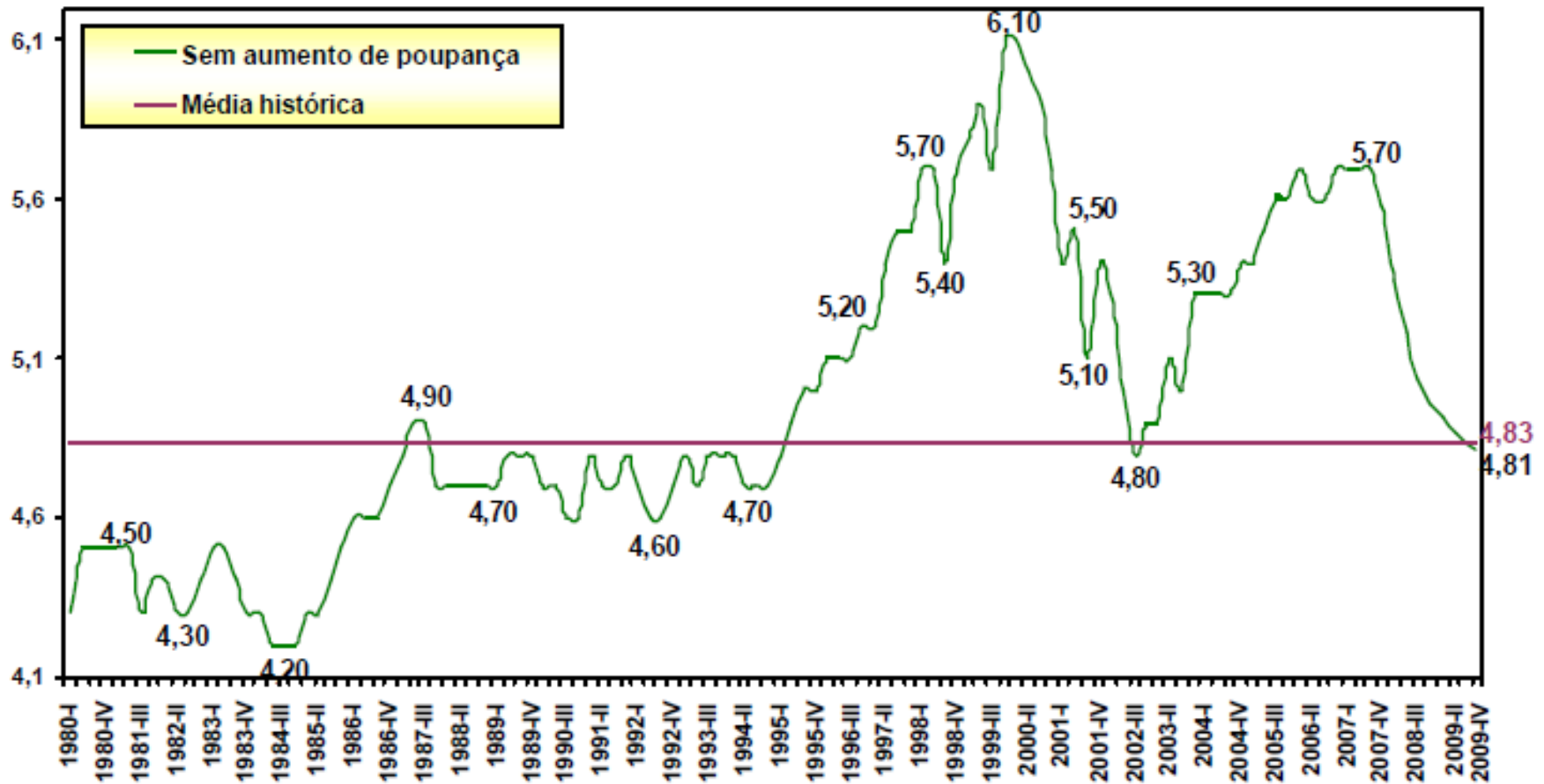
(\*\*) renda pessoal menos tributos.

# Estoque de riqueza líquido anual sobre a renda anual disponível das famílias norte-americanas 1953-2008





# EUA - relação riqueza / renda disponível das famílias – 1980 - 2009

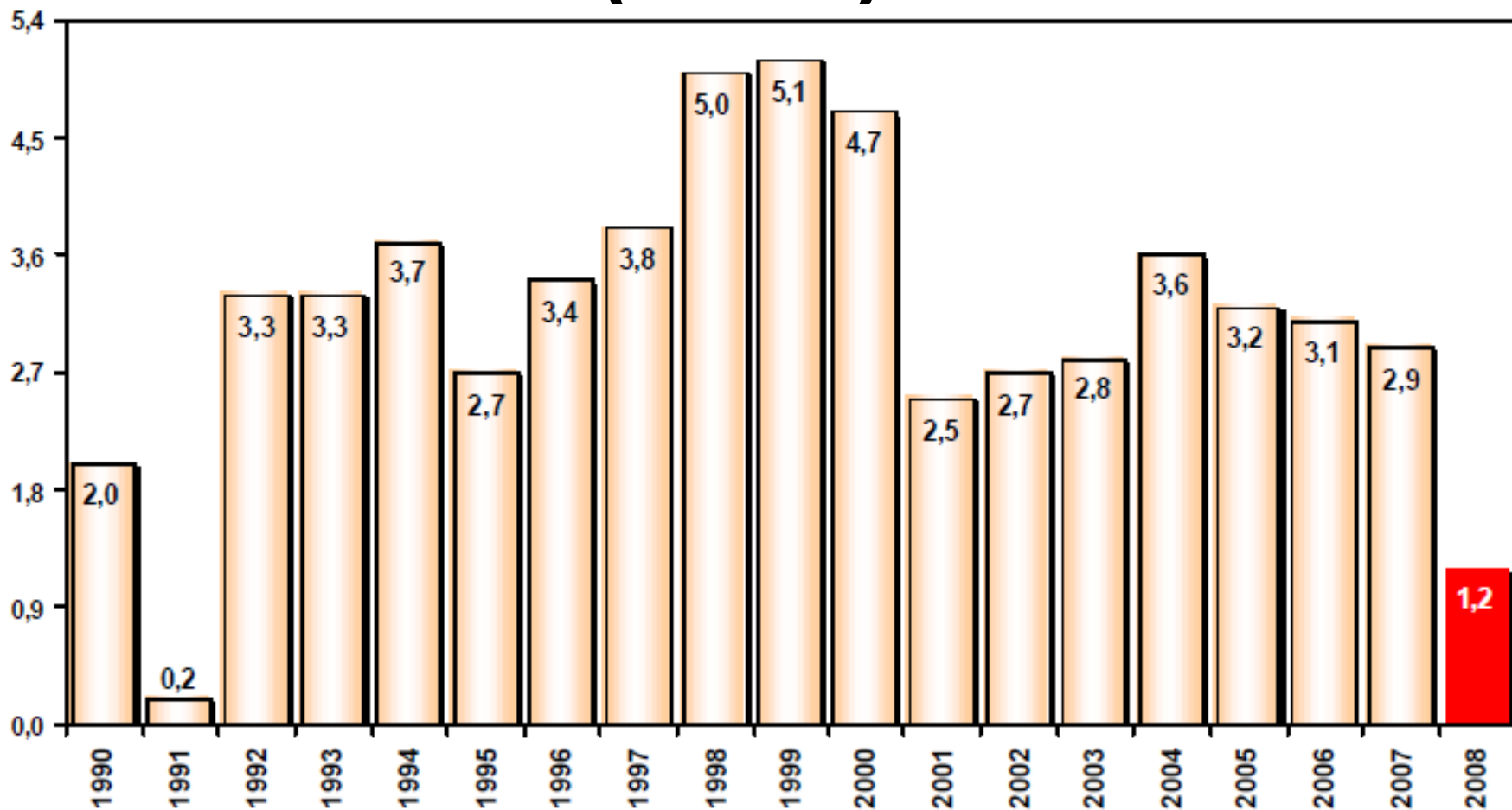


Fonte: BEA, FED

Elaboração: BRADESCO



# Taxa de crescimento do consumo das famílias (% a.a.) 1990 - 2008

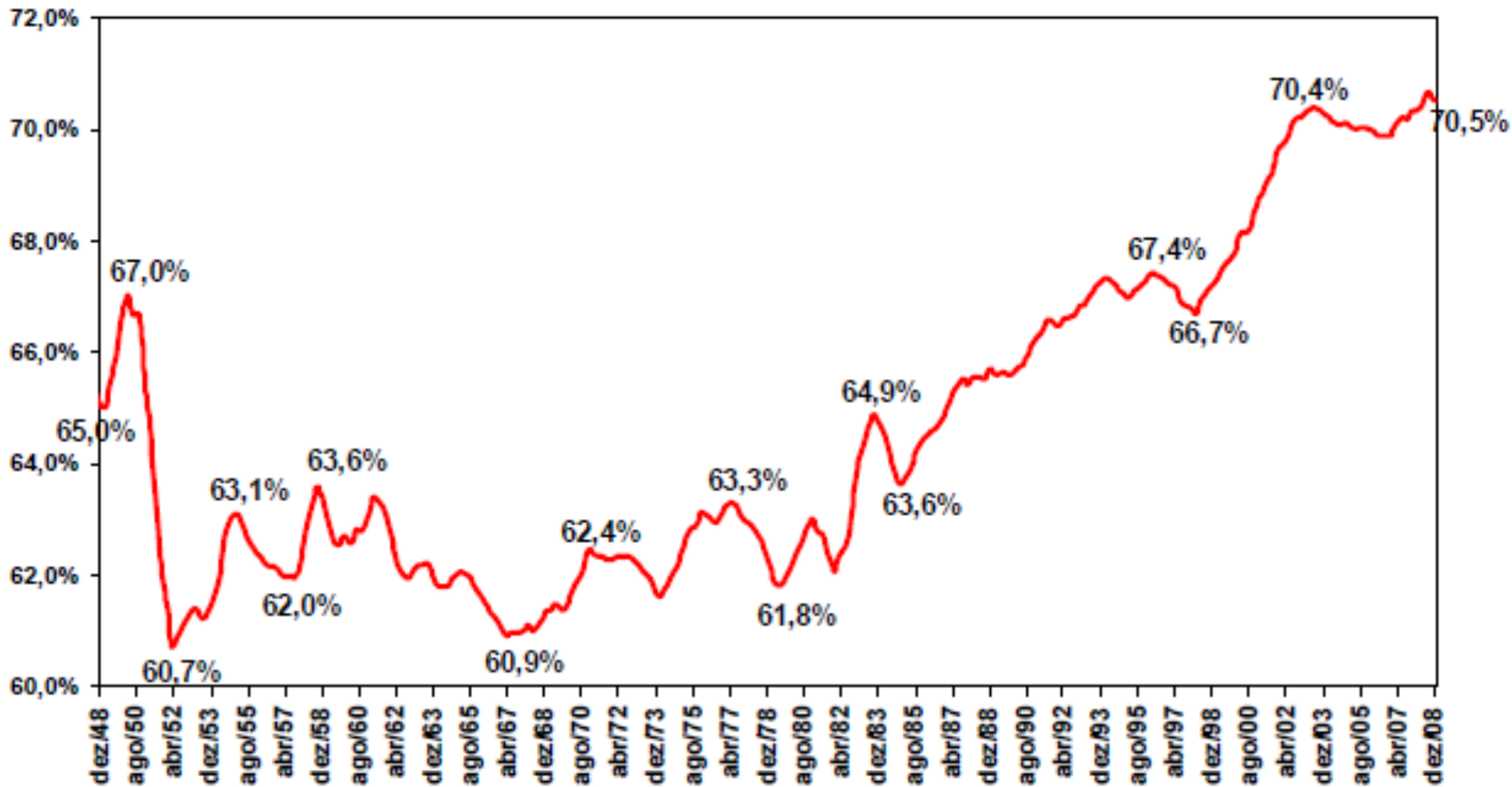


Fonte: BEA

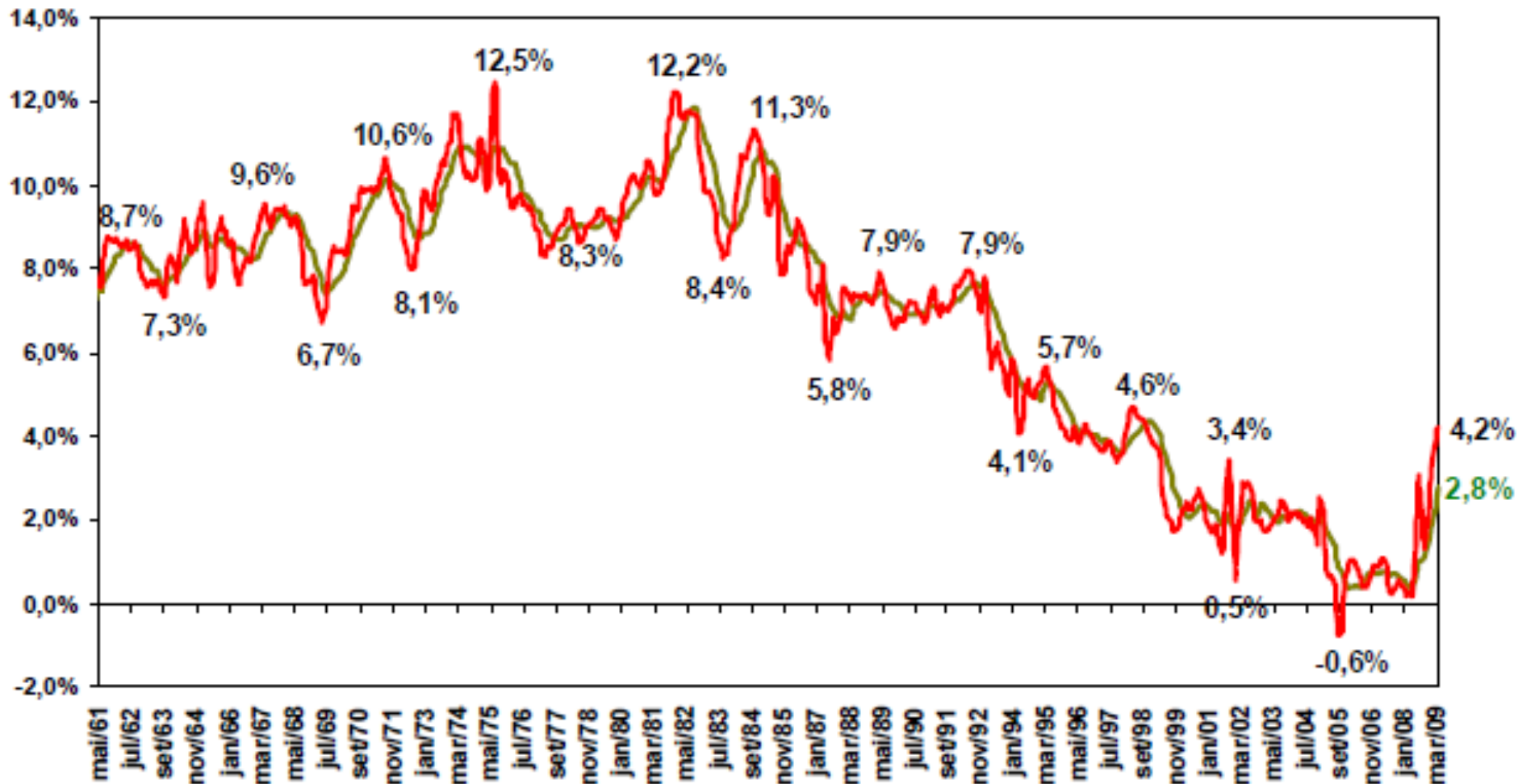
Elaboração e projeção (\*): BRADESCO



# Consumo das famílias americanas (% PIB): 1948 - 2008

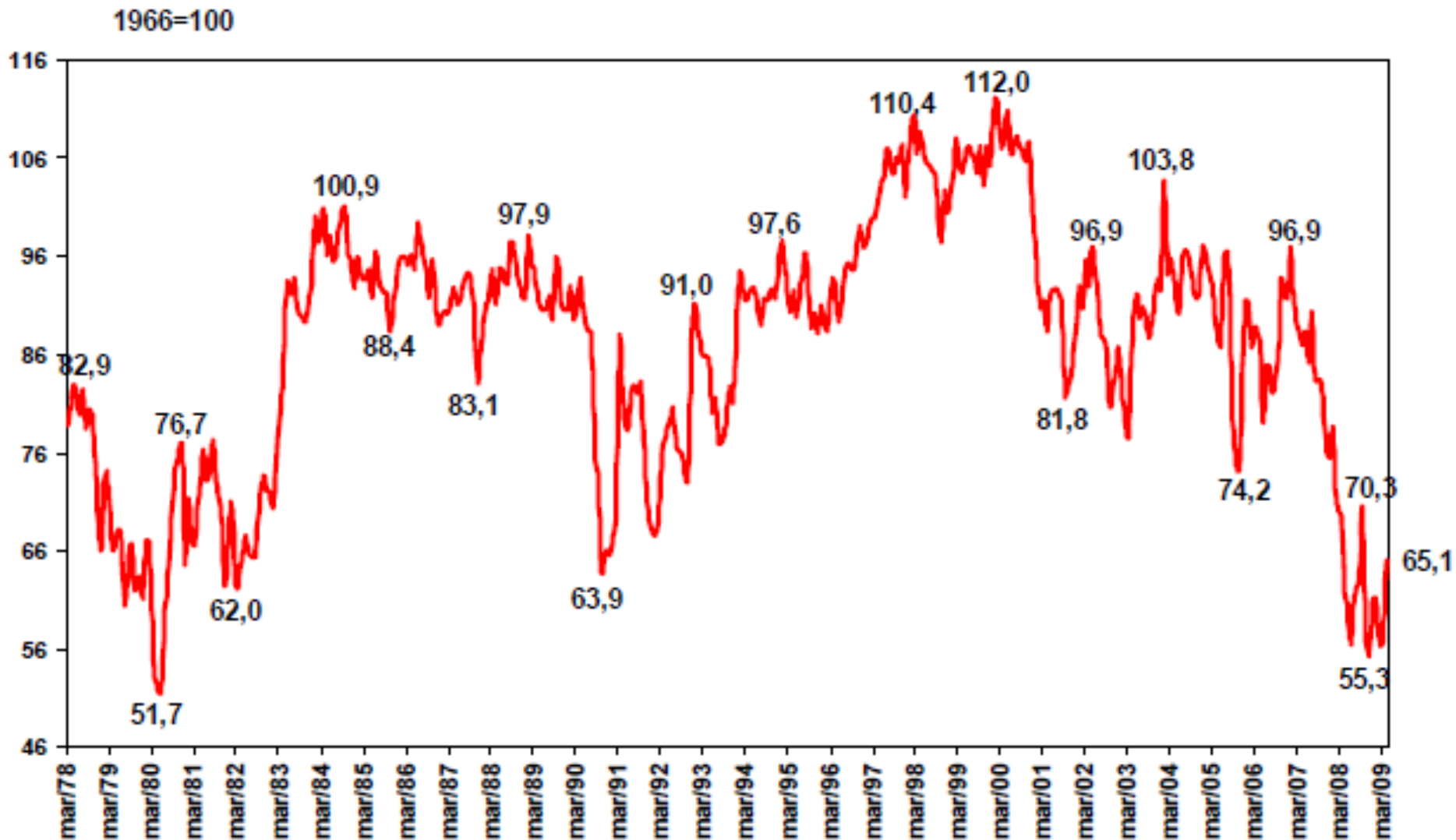


# Taxa de poupança das famílias americanas 12 meses e 3 meses (% Poupança/Renda Disponível): 1961 - 2009





# Confiança do consumidor: 1978 - 2009





# **Auto-regulação das forças livres do mercado**

# Outra hipótese sobre origem da crise

- A **origem da crise de crédito atual** está nas *mudanças institucionais* sofridas por Wall Street depois de 1980.
- Seu **modelo atual de negócios** comporta três *componentes básicos*:
  1. As empresas financeiras foram além do seu papel tradicional de *consultoras e intermediárias*.
  2. Os *salários* são inflados por *bônus anuais por desempenho*.
  3. Os BI dependem, em grande medida de dinheiro emprestado, a chamada “*alavancagem*”.

# Desintermediação bancária

- No passado, *bancos de investimentos* cobravam taxas para **prestação de serviços** a seus clientes:
  1. Negociavam *ações e títulos* para investidores institucionais;
  2. Levantavam capital por meio de *subscrição*;
  3. Assessoravam *fusões, aquisições e cisões*.
- Após 1999, quando foi *derrubado o Glass-Steagall Act* de 1933, passaram a fazer **investimentos em causa própria**, usando capital de seus sócios ou acionistas para *alavancar empréstimos* e apostar em “*transações proprietárias*”.



# Incentivo à especulação

- Apesar de *salários-base generosos*, os **bônus por desempenho** predominavam na remuneração.
- Diretores com 15 anos de experiência chegavam a receber **bônus de 5 a 10 vezes o valor do seu salário-base**, que era cerca de US\$ 200 mil a US\$ 300 mil.

# MERCADO FINANCEIRO SE DESCOLA DA ECONOMIA REAL

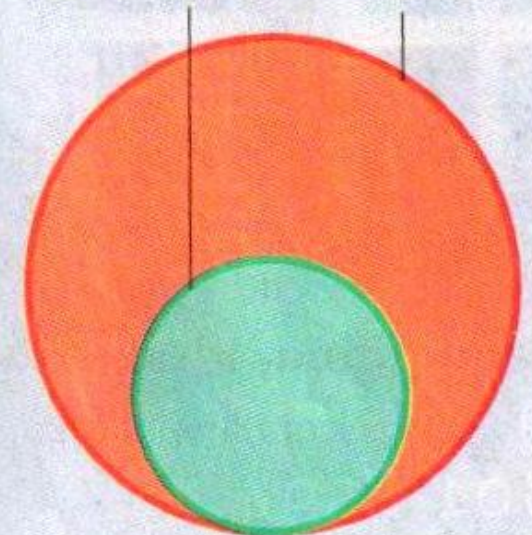


**US\$ 167 trilhões**

**US\$ 48 trilhões**

Para cada **US\$ 1,00** produzido no PIB mundial...

...existem **US\$ 3,50** no mercado financeiro



2006

# Alavancagem financeira

- Suponha que o BI **compre ação** por US\$ 100:
  - se ela passar a valer US\$ 110, ele lucrou 10%.
- Suponha que ele tenha tomado **emprestado** US\$ 90 dos US\$ 100 que usou para a compra da ação:
  - Se a ação se valorizasse e passasse a custar US\$ 101 (mais o equivalente ao custo dos juros), ele teria **lucrado 10%** sobre o investimento de US\$ 10 que fez.
  - Mas se a cotação, de fato, subiu para US\$ 110 (mais o equivalente ao custo dos juros), ele terá **duplicado o capital!**

# Máquina de apostas

- Definido o esquema, *traders* e gestores tinham **incentivos extraordinários** para fazer o que fosse preciso para *aumentar os lucros em curto prazo*.
- **Hipotecas duvidosas** eram vinculadas a *títulos*, e depois *negociados em mercados secundários*.
- Havia incentivos para aumentar **coeficientes de alavancagem** dos BI em mais de 60 de empréstimos para 1 de patrimônio (contra 10 para 1 dos BC).

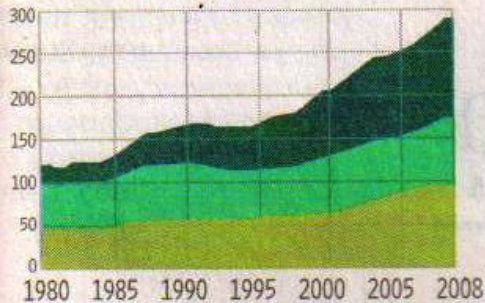


# Endividamento e crise bancária nos EUA: 2000-2009

**1** As dívidas de bancos, empresas e famílias nos EUA explodiram a partir de 2000, atingindo recordes absolutos

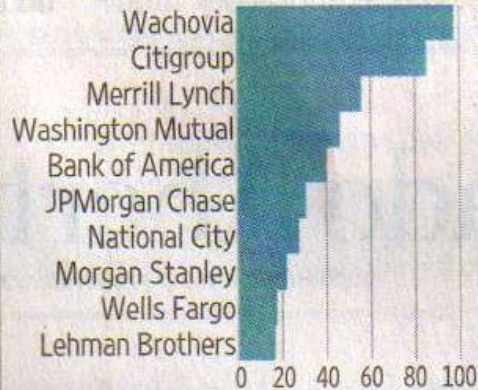
Dívida privada nos EUA, em % do PIB

- Do setor financeiro
- Do setor não-financeiro
- Das famílias

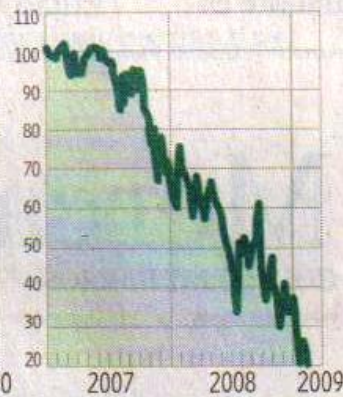


**2** O endividamento levou o país à atual crise e produziu rombos bilionários nos balanços dos bancos

Total de perdas declaradas desde jan/07, em US\$ bilhões



Ações dos bancos despencam com a crise



**3** Total das perdas é muito maior do que o já declarado

Perda declarada com o setor imobiliário

**US\$ 180 bilhões**

Perda estimada no setor imobiliário

**US\$ 550 bilhões**

Total das perdas estimadas e ainda não declaradas em todas as carteiras

**US\$ 1,8 trilhão**



**[fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)**