

FLÁVIO LUIZ DEL'ARCO GEROMINI

**UMA AVALIAÇÃO DA CRISE INTERNACIONAL DE 2008 SOBRE O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

FLORIANÓPOLIS

2009

FLÁVIO LUIZ DEL'ARCO GEROMINI

**UMA AVALIAÇÃO DA CRISE INTERNACIONAL DE 2008 SOBRE O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentada à disciplina Monografia – CNM 5420, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José de Araújo Oliveira

**FLORIANÓPOLIS
2009**

FLÁVIO LUIZ DEL'ARCO GEROMINI

**UMA AVALIAÇÃO DA CRISE INTERNACIONAL DE 2008 SOBRE O MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela
Coordenadoria de Estágios e Monografia do Departamento de Ciências Econômicas da
Universidade Federal de Santa Catarina, em 11/11/2009.

Prof. Renato Francisco Lebarbenchon
Coordenador de Estágios e Monografia

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Ricardo José de Araújo Oliveira
Orientador

Thiago Fletih Otuki
Co-Orientador

Marco Goulart
Membro

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família.

Agradeço aos meus colegas de curso e de trabalho pelo companheirismo nestes anos de faculdade.

Agradeço aos professores, principalmente aos professores Thiago Fleith Otuki e Ricardo José de Araújo Oliveira pelo apoio e orientação neste trabalho.

GEROMINI, Flávio. **Avaliação da crise internacional de 2008 sobre o mercado acionário brasileiro**. 79 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia). Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

RESUMO

O presente estudo apresenta, em sua primeira parte, teorias econômicas a respeito de crises financeiras conjuntamente com uma breve revisão das grandes turbulências ocorridas no decorrer da história. Em sua segunda parte, é abordada a origem da crise internacional financeira que se iniciou em 2007 nos Estados Unidos da América, bem como a avaliação empírica de algumas variáveis macroeconômicas para fins de análise, com intuito de verificar se houve sinais de inversões de tendência nessas variáveis nos meses antecedentes aos primeiros eventos que sinalizavam uma das maiores recessões econômicas internacionais desde a Grande Depressão, em 1929. Foi verificado que não há relação significativa em nenhuma variável macroeconômica analisada, no que diz respeito à previsão de movimentos de queda no mercado acionário brasileiro nos meses antecedentes à crise, uma vez que as informações e os acontecimentos são sentidos de forma lenta e gradual pelos agentes econômicos responsáveis pelas projeções dos dados.

Palavras-chave: Ciclo econômico. Globalização. Especulação financeira. Mercados Financeiros.

GEROMINI, Flávio. **Avaliação da crise internacional de 2008 sobre o mercado acionário brasileiro**. 79 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia). Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

ABSTRACT

This study presents, in its first part, economic theories about financial crisis together with a brief review of major turbulence in the course of history. In the second part deals with the origin of the international financial crisis that began in 2007 in the United States of America and the empirical evaluation of some macroeconomic variables for analysis in order to verify if there signs of trend reversal in the months before the first events signaling one of the largest international economic downturns since the Great Depression in 1929. It was found that there is no significant relation in any macroeconomic variable considered in regard to estimates downward movements in the Brazilian stock market in the months before the crisis, because the informations and events are felt slow and gradual by the economic agents responsible for the projections of the data.

Key-words: Economic Cycle. Globalization. Financial Speculation. Financial Markets.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BC: Banco Central

CDO: Credit Debt Obligation

CLO: Credit Loan Obligation

DJI: Dow Jones Index

FED: Federal Reserve

Ibovespa: Índice Bovespa

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Evolução índice Dow Jones, 1924 até 1979.	13
Gráfico 1: PIB.....	56
Gráfico 2: Produção Industrial	58
Gráfico 3: Meta Taxa Selic.....	60
Gráfico 3: Taxa de Câmbio	62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Evolução das Exportações Brasileiras e comércio Mundial.....	11
Tabela 2: Comparação das escolas sobre crise financeira.....	21
Tabela 3: Projeções de crescimento do PIB brasileiro.	55
Tabela 4: Projeções do crescimento da produção industrial no Brasil.	57
Tabela 5: Projeções da meta da taxa Selic.....	59
Tabela 6: Projeções da taxa de câmbio.....	61
Tabela 7: Efeitos causados pelas crises	63

SUMÁRIO

1 PROBLEMÁTICA DE PESQUISA	10
1.1 INTRODUÇÃO	10
1.2. OBJETIVOS	15
1.2.1 Geral	15
1.2.2 Específicos	16
1.3 METODOLOGIA	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
2.1 CRISE.....	18
2.2 CRISES FINANCEIRAS NA HISTORIA DO PENSAMENTO ECONÔMICO	20
2.3 BREVE REVISÃO DAS GRANDES CRISES	21
2.4 CRISES DA DÉCADA DE 90	24
2.4.1 Crise Japonesa	24
2.4.2 Crise do México	25
2.4.3 Crise Asiática	26
2.4.4 Crise Russa.....	28
2.4.5 Crise Brasileira	29
2.4.6 Crise Argentina.....	30
3 HISTÓRICO DA CRISE DE 2008	33
4 ANÁLISE EMPÍRICA.....	52
5 CONCLUSÕES.....	65
REFERÊNCIAS	67
APÊNDICES	77

1 PROBLEMÁTICA DE PESQUISA

1.1 INTRODUÇÃO

O ano de 2008 foi um ano de altos e baixos para a economia brasileira e mundial, e de grande volatilidade nos mercados acionários globais. No Brasil, até Junho de 2008, vivíamos um período de euforia na economia, marcado pelos altos preços das commodities¹, pelo incessante crescimento do comércio mundial, pelo grande crescimento das exportações brasileiras e pela grande oferta de crédito existente no país que chegou a alcançar 39,1% do PIB Brasileiro em setembro de 2008².

O aumento do volume de comércio internacional permitiu a muitos países o crescimento de suas economias. O Brasil, país naturalmente exportador de commodities, se beneficiou muito desse aumento do comércio internacional, o que fez com que o PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro, passasse de R\$705,4 bilhões em 1995, para R\$1.569,4 bilhões em 2008, comprovando as benesses do comércio internacional para as economias dos países.

¹ Commodities: Mercadoria em estado bruto ou produto básico de importância comercial, como café, cereais, algodão etc., cujo preço é controlado por bolsas internacionais. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php?lingua=portugues-portugues&palavra=commodity>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

² ESTADAO. **De olho nos sintomas da crise econômica**. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/especiais/de-olho-nos-sintomas-da-crise-economica,35485.htm>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

EVOLUÇÃO DO COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO - 1950 a 2008

Período	PIB BRASIL			EXP BRASIL (FOB)			EXPORTAÇÃO MUNDIAL (FOB)		IMP BRASIL (FOB)			SALDO COMERCIAL		IMP BRASIL (CIF)			IMPORTAÇÃO MUNDIAL (CIF)		COMÉRCIO MUNDIAL		PIB MUNDO	
	US\$ bi	Tx. real	Abert. econ. /1	US\$ bi	Var.	Part.%	US\$ bi	Var.	US\$ bi	Var.	Part.%	US\$ bi FOB	US\$ bi	Var.	US\$ bi	Var.	Part.%	US\$ bi	Part.%	Em volume	US\$ bi	Tx. real
	(A)	%		(B)	%	B/A B/C	(C)	%	(D)	%	D/A	(B - D)	(E)	%	(F)	Part.% E/F		%			%	
1990	469,3	-4,4	11,1	31,4	-8,6	6,7	0,93	3.395,3	13,9	20,7	13,1	4,4	10,8	22,5	13,1	3.491,6	0,64	...	...	22.489	2,6
1991	405,7	1,0	13,0	31,6	0,7	7,8	0,90	3.498,5	3,0	21,0	1,8	5,2	10,6	23,0	2,2	3.609,9	0,64	...	...	23.888	1,8
1992	387,3	-0,5	14,5	35,8	13,2	9,2	0,97	3.708,0	6,0	20,6	-2,3	5,3	15,2	23,1	0,4	3.847,5	0,60	...	...	24.041	2,0
1993	429,7	4,9	14,9	38,6	7,7	9,0	1,04	3.725,1	0,5	25,3	22,9	5,9	13,3	27,7	-19,9	4.021,2	0,69	3,6	24,42	24.442	2,3	
1994	543,1	5,9	14,1	43,5	12,9	8,0	1,04	4.204,0	12,9	33,1	31,0	6,1	10,5	36,0	30,0	4.430,0	0,81	10,1	26,261	26.261	3,7	
1995	705,4	4,2	13,7	46,5	6,8	6,6	0,92	5.042,0	19,9	49,8	50,5	7,1	-3,3	53,8	49,4	5.267,4	1,02	9,3	29,120	29.120	3,7	
1996	840,3	2,2	12,0	47,7	2,7	5,7	0,90	5.308,0	5,3	53,3	7,1	6,3	-5,6	56,8	5,6	5.534,2	1,03	7,2	29,870	29.870	4,1	
1997	871,3	3,4	12,9	53,0	11,0	6,1	0,96	5.518,0	4,0	59,7	12,0	6,9	-6,8	63,3	11,4	5.592,7	1,13	10,5	29,736	29.736	4,2	
1998	844,0	0,0	12,9	51,1	-3,5	6,1	0,95	5.386,0	-2,4	57,7	-3,4	6,8	-6,6	61,0	-3,6	5.524,4	1,10	4,5	29,508	29.508	2,8	
1999	586,8	0,3	16,6	48,0	-6,1	8,2	0,86	5.583,0	3,7	49,3	-14,7	8,4	-1,3	51,8	-15,1	5.818,6	0,89	5,6	30,908	30.908	3,8	
2000	645,0	4,3	17,2	55,1	14,7	8,5	0,87	6.348,0	13,7	55,8	13,3	8,6	-0,7	59,1	14,1	6.613,3	0,89	13,0	31,916	31.916	4,7	
2001	553,8	1,3	20,6	58,2	5,7	10,5	0,96	6.074,0	-4,3	55,6	-0,4	10,0	2,6	58,7	-0,6	6.438,8	0,91	-0,4	31,677	31.677	2,2	
2002	504,4	2,7	21,3	60,4	3,7	12,0	0,95	6.353,0	4,6	47,2	-15,0	9,4	13,1	49,9	-14,9	6.734,2	0,74	3,7	32,954	32.954	2,8	
2003	553,6	1,1	21,9	73,1	21,1	13,2	0,98	7.425,0	16,9	48,3	2,2	8,7	24,8	51,0	2,2	7.870,5	0,65	6,3	37,048	37.048	3,6	
2004	663,8	5,7	24,0	96,5	32,0	14,5	1,07	9.016,0	21,4	62,8	30,0	9,5	33,7	66,4	30,0	9.557,0	0,69	10,9	41,677	41.677	4,9	
2005	882,4	3,2	21,7	118,3	22,6	13,4	1,15	10.290,0	14,1	73,6	17,2	8,3	44,7	77,8	17,2	10.907,4	0,71	7,6	45,022	45.022	4,5	
2006	1.088,9	3,8	21,0	137,5	16,2	12,6	1,16	11.887,0	15,5	91,4	24,2	8,4	46,1	96,6	24,2	12.600,2	0,77	9,3	48,665	48.665	5,1	
2007	1.333,8	5,4	21,1	160,6	16,9	12,0	1,17	13.729,0	15,5	120,6	32,0	9,0	40,0	127,5	32,0	14.552,7	0,88	6,5	54,585	54.585	5,0	
2008	1.569,4	(****)	23,6	197,9	23,2	12,6	1,17	16.860,0	(****)2,8	173,2	43,6	11,0	24,7	183,1	-43,6	17.871,6	(**) 1,02	5,2	(****)	62.054	(*** 3,9) (****)	

Tabela 1: Evolução das Exportações Brasileiras e comércio Mundial
Fonte: Brasil, 2008.

De julho de 2008 em diante, os noticiários passaram a publicar séries de notícias pessimistas e previsões cada vez mais negativas sobre as economias e sobre os mercados acionários mundiais.

O início da crise, segundo George Soros³, foi em agosto de 2007, quando os bancos centrais da Europa e Estados Unidos se viram obrigados a intervir na economia provendo liquidez ao sistema bancário. Como primeiros sinais do começo dos problemas relacionados às hipotecas *subprime*⁴ (de alto risco de crédito) tivemos o pedido de concordata em 6 de agosto de 2007, da *American Home Mortgage*, uma das maiores empresas de financiamento imobiliário dos EUA, que alegou estar sofrendo com problemas relativos ao mercado de hipotecas de alto risco. Logo em seguida, no dia 9 de agosto, o banco francês BNP Paribas congelou três fundos de investimentos no valor de 2 bilhões de euros, alegando problemas no setor de hipotecas de alto risco norte-americano. Com o agravamento desses problemas os bancos centrais (europeu e norte-americano) viram-se obrigados a intervir na economia injetando liquidez no sistema financeiro; já o *Federal Reserve*, banco central dos EUA, foi além e cortou a taxa de redesconto⁵

³ SOROS, George. **O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros: A Crise Atual e o que Ela Significa**. Rio de Janeiro: Agir, 2008. 12 p.

⁴ Hipotecas de alto risco de calote. Empréstimo concedido a juros baixos com poucas garantias de pagamento e alto risco de inadimplência.

⁵ Taxa usada para conceder empréstimos de curto prazo a instituições com escassez temporária de liquidez.

Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u382550.shtml>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

em 0,5%, visando diminuir o custo do empréstimo para que os bancos possam prover liquidez ao sistema através de recursos do governo⁶.

Como sinal do agravamento da crise, podemos citar a compra do banco americano Bear Sterns (quinto maior banco norte americano na ocasião) pelo JP Morgan Chase em setembro. Logo após, a quebra do “ex-gigante” do mercado financeiro americano, o banco Lehmann Brothers, alarmando os mercados financeiros em todo o mundo. No Brasil, os temores de um agravamento na crise mundial assustavam investidores no mercado financeiro e pressionavam a queda das ações. No dia 29 de setembro de 2008, o sistema de “Circuit Breaker⁷” foi acionado pela primeira vez naquele ano devido às quedas na Bolsa de Valores de São Paulo. E, somente em outubro de 2008, esse sistema foi acionado mais 5 vezes.

Fato semelhante ocorreu na década de 1920 na bolsa de Nova York. Após o fim da primeira guerra mundial, a Europa estava devastada e os EUA haviam saído como grande potência econômica, política, militar e industrial. O crescimento econômico norte-americano, impulsionado principalmente pelo crescimento da indústria nacional, fez o mercado financeiro se desenvolver muito rápido, e até 1929, os investidores conseguiam obter fortunas no mercado de ações, até que em 29 de outubro de 1929, conhecida como “Black Tuesday” (terça-feira negra), o pânico tomou conta do mercado e uma onda de vendas tomou conta de Wall Street.

O impacto da crise de 1929 na bolsa de Nova Iorque foi tão forte que, quem comprou ações antes da quebra da bolsa, em 29 de outubro de 1929, somente conseguiu reaver o dinheiro investido 25 anos depois, em 1954, como mostra o gráfico abaixo.

⁶ SOROS, George. **O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros: A Crise Atual e o que Ela Significa**. Rio de Janeiro: Agir, 2008. p. 12-13.

⁷ *Circuit breaker* é o mecanismo utilizado pela Bolsa de Valores de São Paulo que permite, na ocorrência de movimentos bruscos de mercado, o amortecimento e o rebalanceamento das ordens de compra e de venda. Esse instrumento constitui-se em uma “proteção” à volatilidade excessiva em momentos atípicos de mercado. Esse instrumento é utilizado quando o Índice Bovespa cai mais de 10% em um dia. Quando isso ocorre, os negócios são suspensos por 30 minutos. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/cap_18_da_interrupcao_de_negocios.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2009.

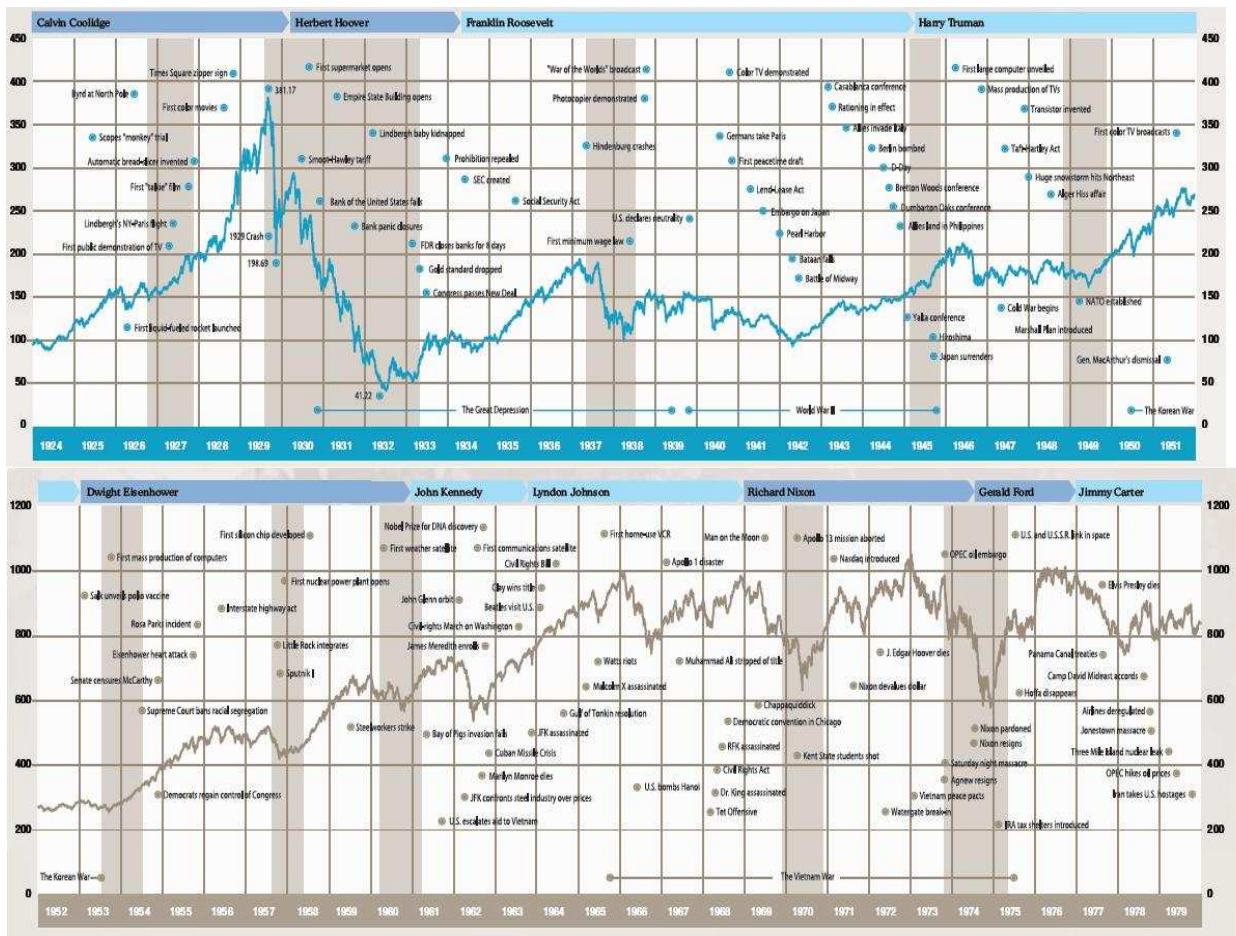


Figura 1: Evolução índice Dow Jones, 1924 até 1979.

Fonte: <http://www.djaverages.com/>.

A lenta recuperação das ações da bolsa americana pode ser explicada, grosso modo, pelo número de falências que a crise levou e pelo excesso de produção das indústrias. O notável crescimento econômico parecia ter chegado ao fim, e esse fator impactou de forma brusca sobre as ações das empresas listadas na bolsa de Nova Iorque.

Os Estados Unidos experimentaram nos últimos seis anos um notável boom de atividade econômica e produtividade. A produção, a distribuição e o consumo de bens aumentaram em volume sem precedentes. Mas durante o último ano, o sistema *Fed*⁸ enfrentou problemas por conta do excessivo volume de crédito do país que vem sendo absorvido por empréstimos especulativos. Quase na mesma época, a Associação Nacional dos Industriais afirmava: “Levando em conta praticamente todos os bens que a América pode fabricar, ela está produzindo entre 15% e 30% a mais do que sua

⁸ Banco Central dos EUA, o Sistema Fed consiste em um conselho de 7 membros, com sede em Washington, D.C., e doze bancos, localizados em grandes cidades nos EUA. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm>. Acesso em: 18 mar. 2009.

capacidade consumo, aliada aos mercados disponíveis no exterior. É razoável dizer que, em geral, uns 40% de todas as fábricas estão operando com prejuízo”.⁹

Devido ao fim dos créditos a especuladores, era necessário agora quitar os empréstimos adquiridos, e a forma mais rápida era vender as ações que possuíam. Tal fato, em conjunto com a forte retração nas receitas das empresas, fez com que as cotações das ações caíssem rápida e bruscamente. Empresas que utilizavam o mercado financeiro como forma de captação de recursos, viram essa fonte “secar”, e com o crédito diminuindo, várias empresas foram à falência, acarretando em um alto volume de desempregados, o que implicou também em uma forte diminuição no volume de negócios na bolsa de Nova Iorque no período.

Se analisarmos quanto tempo o índice Dow Jones, da bolsa de Nova Iorque demorou para se recuperar de uma queda de 89,18%, podemos notar que, naquela época, a recuperação brasileira e dos demais países emergentes seguiriam recuperações também mais lentas. Entretanto, atualmente estamos vendo uma recuperação acima da média em comparação com os países desenvolvidos. Hoje, em outubro de 2009, o índice da bolsa brasileira praticamente já recuperou todas as perdas causadas pela crise internacional de 2008, onde tivemos perdas de 60%.

O índice Bovespa¹⁰, devido à correlação que possui com empresas de commodities, como Petrobrás e Vale do Rio Doce (a primeira petrolífera e a segunda mineradora), acaba sendo impactado pelas oscilações nos preços de commodities, como por exemplo, o petróleo, que em meados de 2008 chegou ao patamar de US\$147,00 e em 18 de março de 2009 estava cotado a US\$49,11¹¹. Essa queda nas cotações das commodities se deve principalmente à queda na demanda, ocasionando diminuição nos preços, queda nas receitas das empresas, e queda das cotações das mesmas.

Nesse contexto, onde os efeitos de uma crise global são sentidos nos mercados acionários do mundo todo, faz-se apropriado uma avaliação da crise internacional sob o mercado acionário brasileiro.

O trabalho esta dividido da seguinte forma:

⁹ BRENER, Jayme. **1929: a crise que mudou o mundo**. 3. ed. São Paulo: Ática, 2006 P. 16.

¹⁰ BOVESPA. **Participação das empresas no Índice Bovespa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaCarteiraP.asp?>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

¹¹ CME GROUP. Disponível em: <http://www.nymex.com/lsc0_fut_cso.aspx>. Acesso em: 18 mar. 2009.

- O Capítulo (1) discorre acerca da problemática em questão. Procura situar o leitor em meio ao tema proposto. Esse capítulo está dividido em: Introdução, Objetivos, e Metodologia;

- O Capítulo (2), inicialmente, aborda as teorias econômicas acerca do desenvolvimento de crises financeiras conforme apontada por Aschinger (1997), e em seguida são revisadas as principais turbulências ocorridas na história do pensamento econômico, bem como uma e discussão dos estudos sobre o tema. Por fim, é apresentada uma breve revisão das crises da ocorridas na década de 1990

- O Capítulo (3) traz o histórico e a cronologia dos acontecimentos que culminaram na crise sistêmica de 2008;

- O Capítulo (4) diz respeito a análise empírica do estudo, trazendo dados quantitativos acerca de variáveis macro econômicas citadas anteriormente, como também uma tabela comparativa dos percentuais de queda das crises ocorridas a partir da década de 1990 conjuntamente com o tempo de recuperação de cada uma delas utilizando o índice Bovespa como objeto de análise;

- O Capítulo (5) traz as conclusões com relação ao estudo empírico, evidenciando se seria possível prever ou antecipar a crise por meio de distorções nas variáveis analisadas antes e durante os eventos que marcaram a mesma.

- Em seguida, apresentam-se as Referências Bibliográficas;

- E, por último, seguem-se os Apêndices, que apresentam gráfico histórico do índice Bovespa desde 1992, como também gráfico ilustrando o percentual de queda do Ibovespa no ano de 2008.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1 Geral

Este estudo terá como objetivo avaliar os impactos da crise financeira mundial que se iniciou nos Estados Unidos em 2007/2008 sobre o mercado acionário brasileiro.

1.2.2 Específicos

- i) Realizar uma revisão acerca das principais teorias que explicam as crises no decorrer da história;
- ii) Revisar as crises de maior relevância para o estudo;
- iii) Observar se houve sinais de inversões de tendência em determinadas variáveis na proximidade dos eventos que marcaram a crise atual, tais como: Produto Interno Bruto, Produção Industrial, Taxa de câmbio, e Taxa Selic.

1.3 METODOLOGIA

O estudo utilizará como metodologia dados estatísticos fornecidos pelo Banco Central do Brasil (BC) com relação ao produto interno bruto, produção industrial, taxa Selic e taxa de câmbio. Neste, será realizada uma pesquisa descritiva com abordagem qualitativa no que diz respeito às variáveis em questão segundo as projeções do relatório Focus do Banco Central, divulgado semanalmente. Nele, são feitas projeções de indicadores financeiros oriundas das expectativas dos agentes econômicos que são baseadas em consulta a aproximadamente cem instituições financeiras instaladas no país.

No passado, os economistas costumavam acreditar que as expectativas se formavam apenas com base em experiências anteriores. As expectativas de inflação, por exemplo, geralmente eram consideradas uma média das taxas de juros anteriores. Essa visão da formação das expectativas, chamada de expectativas adaptativas, sugere que as mudanças nas expectativas acontecerão de maneira lenta conforme as mudanças dos dados no passado.

As expectativas adaptativas foram questionadas com base no fato de que as pessoas usam mais informação do que apenas dados anteriores em uma variável única para formar suas expectativas para tal variável. Suas expectativas de inflação provavelmente serão afetadas pelas previsões a respeito de política monetária futura, bem como pelas políticas monetárias anteriores e atual. Além disso, as pessoas mudam rápida e frequentemente suas expectativas à luz de novas

informações. Para alcançar essas objeções às expectativas adaptativas, John Muth (1961) desenvolveu uma teoria alternativa de expectativas, chamada expectativas racionais, que pode ser explicada da seguinte forma: As expectativas serão idênticas às previsões ótimas (a melhor do futuro) utilizando toda a informação disponível.

Com isso, após a análise das variáveis divulgadas pelo Banco Central do Brasil poderemos observar se houve sinais de distorções em suas séries históricas, sendo assim, verificar se é possível antecipar ou prever efeitos agravantes no mercado acionário brasileiro de posse das informações atualmente disponíveis, diferentemente do passado, onde se tinha poucas informações para tanto.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 CRISE

A maioria dos economistas, quando refletem sobre o assunto, considera a Grande Depressão na década de 1930 como uma tragédia desnecessária. À semelhança daquele desastre, a nova crise surgiu repentinamente, em um cenário onde a maioria de analistas e “gurus” do mercado previa a continuidade do *boom* econômico mesmo quando a desaceleração já ganhava impulso nas maiores economias do globo.

No passado, grandes economias avançadas e com governos estáveis, talvez não tivessem respostas para períodos prolongados de estagnação e deflação; mas, atualmente imaginávamos ter conhecimento e explicações suficientes para evitar que aquilo ocorresse de novo.

Com o surgimento da globalização, as economias passaram a ser mais interligadas, apresentando melhoria nos sistemas de telecomunicação, reduziram consideravelmente suas tarifas alfandegárias formando blocos econômicos e aumentando a exposição aos agentes internacionais. Partindo desse princípio, podemos afirmar que a globalização apresenta risco em função de alguns fatores, tais como: a interligação do sistema financeiro internacional e a intercomunicação instantânea que aumenta a volatilidade dos capitais, e os novos agentes financiadores, que, atualmente, estão além do controle dos bancos centrais.

Uma crise financeira caracteriza-se pela falta de liquidez momentânea de um sistema. Ou seja, há desequilíbrio no sistema financeiro devido à supervalorização da moeda, déficit público incompatível com a arrecadação, grande dependência de capital estrangeiro, descredibilidade internacional que gera medo nos investidores e especuladores quanto à capacidade de serem quitados os compromissos, levando-os a diminuir exposição ou até retirando seus investimentos.

Comumente, confunde-se crise financeira com crise econômica. Entretanto, crise financeira envolve basicamente aspectos de liquidez momentânea de um sistema, e nunca a incapacidade em gerar riquezas. No momento em que um sistema não possui mais condições de gerar riquezas, aí sim, temos uma crise econômica.

Enquanto os bancos centrais tentam manter estável o valor de suas moedas, os investidores modernos possuem ferramentas para proteger o valor de seus ativos, medindo o risco inerente aos seus portfólios. Desta forma, ocorrem grandes mudanças no agregado dos portfólios que criam volatilidade nos fluxos de capitais, como se tem verificado na última década. Neste contexto, a informação incompleta e as expectativas dos agentes causam volatilidade nos valores dos ativos e o temor de quebras nos contratos aumenta ainda mais os riscos inerentes a esses portfólios.

Em determinadas ocasiões, os especuladores pressionam os mercados, e os Bancos Centrais vêem suas reservas caírem perigosamente, sendo obrigados a recorrerem a desvalorização de sua moeda local. Depois da desvalorização, os especuladores realizam seus lucros, com negócios fechados quando o câmbio era outro, demonstrando a fragilidade no controle da economia de alguns países.

Segundo Aschinger (1997), o desenvolvimento teórico das crises financeiras internas pode ser decomposto em uma série de estágios, a seguir:

- Deslocamento: Um choque exógeno afeta o sistema macroeconômico;
- Desenvolvimento de um *boom*: se novas oportunidades sobrepujam as antigas que foram perdidas, os investimentos e a produção elevam-se e culminam em um surto de desenvolvimento.
- Início de especulação: O surto de desenvolvimento é alimentado por uma expansão do crédito bancário e/ou a criação de novos instrumentos financeiros. Isso aumenta a demanda por bens ou ativos financeiros. Com as capacidades de oferta limitadas, os preços sobem. A especulação, neste estágio, ainda reflete as condições fundamentais prevalecentes.
- Especulação desestabilizadora: Os aumentos de preços atraem mais investidores e intensificam a especulação. Como consequência, os mercados reagem exageradamente, criando uma “bolha especulativa”.
- Euforia: O comportamento do mercado é dominado pela dinâmica social.
- Pânico: Durante o longo período de *boom*, aumenta gradativamente a instabilidade do mercado e os preços mostram tendência de aumento exponencial. As expectativas dos investidores tornam-se mais frágeis. Algum fragmento de informação é suficiente para gerar o abandono do mercado. O pânico das vendas faz os preços despencarem. A

bolsa especulativa estoura. A crise faz os preços retomarem ao patamar compatível com as condições fundamentais prevaletentes na economia.

Como sabemos, esta seqüência não é facilmente identificável, mas é importante para as particularidades de cada caso.

2.2 CRISES FINANCEIRAS NA HISTORIA DO PENSAMENTO ECONÔMICO

Segundo García Herrero (2001), as crises financeiras têm-se situado no centro da atenção dos economistas desde os tempos de Adam Smith, quando se referiu a elas qualificando-as de “excesso de intercâmbio” seguido pelo rechaço e desprestígio. Lord Overston, monetarista de meados do século XIX, ampliou para nove a classificação das três fases de um ciclo descritas por Adam Smith: tranqüilidade, confiança, prosperidade, exaltação, excesso de intercâmbio, convulsão, pressão e estancamento, e concluindo o ciclo, novamente em tranqüilidade.

Bagehot (1962 apud PINHEIRO, 2007), em sua obra *Lombard Street*, afirma que “todas as grandes crises revelam a excessiva especulação de muitas casas de investimento das quais nada havia suspeitado anteriormente, e que, habitualmente, não haviam iniciado ou não haviam chegado muito longe em tais especulações até que se viram tentadas por um incremento diário dos preços e da febre circulante”.

Para Guitián e Varela Parache (2000 apud PINHEIRO, 2007), sobre a teoria dos ataques especulativos, onde suas origens são encontradas em um estudo de Salant e Henderson (1978), dentro das investigações elaboradas pelo Federal Reserve nos Estados Unidos, sobre o colapso de Bretton Woods. Nele, os autores analisam o ataque especulativo provocado pela percepção da insuficiência do “estoque” de ouro utilizado para respaldar a convertibilidade de uma moeda. Krugman (1979), parte do mesmo raciocínio, onde aplica a teoria do ataque especulativo contra uma moeda que mantenha taxas de cambio fixo com relação à outra. No modelo, mostra as inconsistências que podem surgir entre o objetivo de manter taxas de cambio fixo e algum objetivo de caráter interno perseguido pelas autoridades, como a manutenção de determinado nível de crescimento.

No que tange a definição de crise financeira, é razoável comentar sobre duas escolas principais do pensamento econômico: os monetaristas e os defensores da teoria do ciclo econômico.

	MONETARISTAS	CICLO ECONÔMICO
Principais Representantes	Friedman e Schawartz	Minsky e Kindleberger
Definição	Não há crises financeiras a não ser que a transformação de ativos financeiros em efetivos leve a uma retirada massiva de depósitos dos bancos.	As crises financeiras são inerentes ao ciclo e, portanto, inevitáveis.
Frequência	Muito limitada. Para Schawartz (1986), só se produziu uma vez nos Estados Unidos (1929) e também uma vez no Reino Unido (1866). Considera que todas as restantes são "pseudocrises". Ele atribui a quase desaparecimento do número de crises sistêmicas a: (a) mudanças institucionais que se realizarão a partir do ano de 1933 nos Estados Unidos e desde 1866 no Reino Unido, como a introdução do tomador de última instância; e (b) familiaridade e confiança do setor privado sobre as respostas das instituições e das autoridades.	O número de crises financeiras é cada vez menor em virtude de: a) prática desaparecimento das leis de usura, que torna possível que as taxas de juros subam o suficiente para limitar o risco moral; b) ausência de extravagâncias em mercados que aprenderam com a experiência; c) apaziguamento das ansiedades em razão do conhecimento da existência de um tomador de última instância. Não obstante isso, há maior frequência das crises cambiais, relacionada com a eleição do regime de câmbio (Kindleberger, 1982 e 1996).
Início	Inicia-se com uma crise bancária.	Inicia-se com uma crise de liquidez e pode converter-se numa crise de dívida e/ou bancária.
Soluções	Requer a intervenção do ofertador de última instância nacional. Não é necessário um ofertador de última instância internacional.	Requer a intervenção do ofertador de última instância nacional. Também é necessário um ofertador de última instância internacional, especialmente no caso de crises sistêmicas.
Outras Características	⇒ Evitável. ⇒ Compatível com expectativas racionais. ⇒ A atividade econômica real se vê afetada pela marcada redução dos agregados monetários, devido aos saques massivos de depósitos.	⇒ Inevitável. ⇒ Ainda que se tente compatibilizar com expectativas racionais, tende-se a assumir que existe ilusão monetária. ⇒ A atividade econômica real se vê afetada pela queda dos preços dos ativos, que reduz o patrimônio líquido e os lucros dos distintos setores e pode conduzir a quebras.

Tabela 2: Comparação das escolas sobre crise financeira.
Fonte: Pinheiro, 2007.

De posse da base teórica a respeito, revisaremos a seguir as principais crises no decorrer da história.

2.3 BREVE REVISÃO DAS GRANDES CRISES

As turbulências financeiras não são um fenômeno recente, e em meados do século XVII, na Holanda, ocorreu o que ficou conhecido como Tulipomania. Naquela época, as tulipas eram

símbolos de *status* na sociedade holandesa e eram comercializadas apenas em mercados livres nos meses de verão. Mas a demanda fora da estação gerou a negociação em mercados futuros, e a especulação gerada ocasionou em aumento inexplicável de preços, chegando a atingir cerca de 400% em 3 anos. A crise surgiu em janeiro de 1637, quando a demanda excessiva causou rápido aumento nos preços das tulipas, e ocasionou, em fevereiro do mesmo ano, em um surto de pânico provocando colapso dos preços resultante da produção e venda em massa, gerando uma grave crise de desequilíbrio microeconômico.

Posteriormente, no século XVII, com a finalidade de resolver os problemas econômicos da França, após a morte do Rei Luís XIV, John Law, um economista escocês, difundiu uma teoria que pretendia garantir o financiamento das atividades do lado real da economia. Inicialmente, ele fundou a empresa “Compagnie d’Occident”, que emitia ações em troca de moedas e obrigações do estado. Com isso ele se tornou o maior credor do governo francês, fundando posteriormente o “Banque Générale” e varias outras empresas ligadas ao comércio através dos direitos de monopólio obtidos como recompensa por serviços prestados.

As emissões de ações da empresa de Law eram muito atrativas para o publico, e a demanda crescente fizeram com que as ações alcançassem preços elevados. Pouco tempo depois, como a “Compagnie d’Occident” não estava apresentando bom desempenho, a desconfiança se alastrou pela sociedade e o publico começou a trocar de ações e notas bancárias por moedas. Em 1720, a então euforia do mercado se transformou em pânico e as ações perderam seu valor. Para proteger sua vida, John Law teve de fugir da França. O episódio ficou conhecido como “A Bolha do Mississippi”.

Na mesma época, foi registrado episódio semelhante na Grã-Bretanha, onde uma empresa emitiu ações garantidas por obrigações do governo tiveram evolução semelhante às da Compagnie d’Occident de John Law, onde o propósito do esquema visava inflar o valor das ações para que um número cada vez menor desses ativos fosse trocado por títulos ingleses, o que representava uma espécie de securitização da dívida britânica.

Já no século XX, em 1929 nos Estados Unidos, ocorre uma crise de superprodução simultaneamente com uma bolha financeira, que causou o desemprego de 13 milhões de pessoas e mergulhou os Estados Unidos em uma profunda depressão, além de provocar uma grande recessão em todas as partes do mundo.

A crise foi o desfecho de um período de grande expansão dos EUA, que após a Primeira Guerra Mundial, assumem a hegemonia econômica do mundo. O aumento da produção industrial, a melhora do poder aquisitivo da população e a liberalização do crédito provocam explosão de consumo. Os investidores, atraídos pela expansão das empresas, tomam empréstimos para comprar ações almejando vendê-las com lucro. Esse processo especulativo faz com que, de 1925 a 1929, o valor das ações das empresas suba de US\$ 27 bilhões para US\$ 87 bilhões. O consumo interno não acompanhou o crescimento da produtividade resultando em um enorme excedente, fazendo com que os preços de produtos agrícolas baixassem ocasionando falência de fazendeiros. As indústrias reduzem a produção, gerando desemprego. Os acionistas alarmados com a situação das empresas procuram vender todos seus ativos na bolsa. A crise aprofunda-se com uma degradação bancária, marcando o episódio como a “Grande Depressão” que durou até 1933.

Por conseqüência, as economias do mundo capitalista tinham os Estados Unidos como seu principal mercado produtor e consumidor, e para defender-se da crise, os países tiveram de adotar medidas protecionistas, inclusive suspendendo o pagamento de suas dívidas externas.

Depois da recessão, a economia norte-americana passou por um período de rápido crescimento. No entanto os déficits orçamentários dos EUA e seus déficits em contra corrente saltaram para níveis elevados entre 1982 a 1987, refletindo desequilíbrios fundamentais nos gastos do governo. Durante este período houve uma tendência altista no mercado acionário, que levou os preços das ações a níveis super-avaliados. Nesta época também se intensificaram as utilizações de “derivativos”, uma vez que estes permitem alavancagem com baixo custo de transação, aumentou-se a parcela de risco assumida pelos investidores. A especulação ganhou força em 1986 quando levou o mercado a euforia, até quem em 16 de outubro de 1987 uma onda de vendas antecipadas causou atraso na abertura da Bolsa de Valores de Nova York, que caiu 23% na ocasião.

2.4 CRISES DA DÉCADA DE 90

2.4.1 Crise Japonesa

A trajetória de consistente crescimento apresentada pelo Japão após a 2ª Guerra Mundial surpreendeu as maiores potências econômicas capitalistas. No período entre 1953 e 1973, esse crescimento atingiu a taxa média de 10% e, em vinte anos, a economia japonesa que antes fora considerada destruída, se tornou uma das maiores potências econômicas do mundo.

A euforia teve seu fim em 1992, quando as ações japonesas que estavam supervalorizadas foram ofertadas no mercado e a baixa procura dos compradores gerou queda no preço destas ações, ocasionando o início da crise.

Logo após, a situação é agravada com a desvalorização de sua moeda, o Iene, e conseqüentemente, queda de preço dos produtos japoneses no mercado. A adoção desta política aumentou a vantagem dos artigos japoneses, mas obrigou os outros países a desvalorizarem também suas moedas. O Iene chegou à cotação de ¥ 147,20 por dólar, gerando quedas nas principais bolsas de valores do mundo, e diante de uma possível catástrofe internacional os Estados Unidos trocaram US\$ 2 bilhões por Ienes, evitando maiores perdas.

A difícil situação em que o Japão se encontrava pode ser explicada pelo rápido e excessivo crescimento da sua economia. O aumento da liquidez combinado com as baixas taxas de juros facilitou o financiamento da compra de ativos, tanto financeiro quanto reais. O preço dos ativos sobre a pressão da forte demanda teve importantes reavaliações, e a partir dessas altas os investidores incrementaram suas riquezas financeiras, uma vez que com a melhoria aparente em seu nível de solvência, utilizavam deste patrimônio como garantia de novos endividamentos.

Este fenômeno provocou uma valorização sem precedentes nos ativos japoneses desencadeando um processo especulativo. A economia japonesa passou a sofrer um clima de desconfiança que atingiu toda sociedade do Japão, e como medida de emergência o governo nacional tentou baixar as taxas de juros da economia para 0,5% ao ano, reduziu impostos e injetou quase US\$ 480 bilhões no mercado para incentivar o consumo. Entretanto, essas medidas por si só não foram suficientes para gerar rapidamente a retomada do crescimento econômico.

A bolha financeira que causou a crise não se produziu unicamente no mercado de capitais; os preços dos imóveis e das terras registraram comportamentos sincronizados com os preços das ações. O índice da bolsa japonesa registrou perdas de 63% desde o nível máximo atingido ao final de 1989.

2.4.2 Crise do México

O México foi o primeiro país emergente a passar por profunda crise financeira. Em 1989, o país sofreu um grande ataque especulativo, que ocasionou na desvalorização de sua moeda e gerou fuga de capitais. Depois de passar por ajuste fiscal drástico, com geração de superávit nas contas públicas, ampla abertura comercial, descompressão financeira e livre fluxo de capitais, conjuntamente da intensa privatização de empresas estatais, da desregulamentação e da eliminação de subsídios e incentivos a situação da economia mexicana se deteriorava. Com um déficit em conta corrente de quase US\$ 30 bilhões por ano, foram acumulados passivos em moeda estrangeira no setor público e privado, capaz de atingir US\$ 200 bilhões.

Entre 1988 e 1993, o governo desenvolveu medidas de política econômica com austeridade fiscal e monetária na tentativa de uma retomada do crescimento. Segundo Edwards (1997), o programa de reformas conduzido pelo governo pode ser explicitado em quatro pontos:

- Forte abertura da economia à concorrência internacional;
- Processo drástico de privatizações e desregulamentação;
- Programa de estabilização baseado em ancoragem da taxa cambial nominal, apoiado no desenvolvimento de políticas restritiva monetária e fiscal;
- Amplo acordo econômico e social estabelecido entre o governo, setor privado e sindicatos.

Após os ajustes, a economia mexicana adota um novo perfil de funcionamento. A partir daí, o país tentava à estabilização da economia apoiando-se basicamente na âncora cambial e na abertura comercial e financeira, que acabaram por gerar déficits comerciais crescentes financiados pelo movimento de capitais especulativos.

Em decorrência desse quadro, em 1994 o governo do México desembolsou cerca de US\$ 30 bilhões para saldar dívidas, causando um colapso nas contas públicas mexicanas. Em consequência, como em todas as crises comentadas anteriormente, o clima de desespero tomou conta e no mês de dezembro a moeda mexicana registrou, em dez dias, uma desvalorização de cerca de 50% de seu valor.

Diante da impossibilidade de manter o valor de sua moeda, as autoridades mexicanas ampliaram a banda cambial em 15%, gerando uma perda de reservas de mais de US\$ 4 bilhões. Diante disso, inicia-se uma saída em massa de capitais, especialmente nos investimentos de carteira. A onda de venda de ações e bônus nomeados em peso mexicano e a compra de dólares produziram pressão nas reservas e uma forte queda da taxa cambial.

Tendo pouco a fazer, o México recebe uma ajuda de US\$ 65 bilhões dos Estados Unidos e de instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional, e consegue recuperar-se.

A crise mexicana foi considerada muito relevante para a economia internacional no sentido de que foi o primeiro país emergente a passar por profunda crise financeira, além de ser a primeira crise em um mercado financeiro mundial livre e globalizado.

2.4.3 Crise Asiática

Em 27 de outubro de 1997, segunda-feira, as bolsas do mundo todo despencam após a queda recorde do índice da Bolsa de Hong Kong, trazendo a lembrança dois outros episódios semelhantes comentados anteriormente: 1929 e 1987 ambos também no mês de outubro. No Brasil, foi registrado queda de 27% nas bolsas. No Japão a queda chegou a 21%; na Austrália 12%; no México 10% e 9% na Inglaterra.

A crise desencadeada na Ásia teve sua origem na Tailândia em julho de 1997, quando os emprestadores estrangeiros se deram conta do enorme déficit na conta corrente do país e do rápido aumento de sua dívida externa, começando uma fuga em massa de capital da região.

Nesse contexto, uma das maiores empresas coreanas declara falência, gerando mais de US\$ 6 bilhões em dívidas e com isso outras empresas de grande porte falham pagamentos de suas dívidas. O resultado da crise foi sentido por quase todos os países da região: a Tailândia, onde

tudo começou, registrou desvalorização de 41% em sua moeda e mais de 50% na bolsa; as Filipinas tiveram sua moeda desvalorizada em 37% e queda de 36% registrada na bolsa; Na Malásia, as taxas de juros foram elevadas em 50% e sua moeda desvalorizada em 39%; na Indonésia, a bolsa de valores perde 58% e a moeda local desvaloriza-se em 83%; em Cingapura, a bolsa cai 46% e sua moeda registra desvalorização de 15%; Na Coreia do Sul, desvalorização de 35% no Uon e queda de 56% na bolsa; em Taiwan, o dólar taiwanês perde 19% e sua bolsa 16%; e por fim, em Hong Kong, onde a crise ganhou proporções catastróficas quando os especuladores “atacaram” o centro financeiro da Ásia, registra queda na bolsa da ordem de 46%.

Uma das principais causas que afetaram o desempenho dos países do sudeste asiático se deve ao fato da medida tomada que atrelava sua moeda ao dólar. Enquanto o iene, a moeda japonesa, valorizava-se frente ao dólar o modelo exportador ia bem, até que em 1995 quando o dólar se desvaloriza fortemente frente ao iene, os Estados Unidos e o Japão decidiram desvalorizar a moeda japonesa em relação à americana. Com isso, houve uma valorização relativa das moedas no sudeste asiático, que diminuiu a competitividade dos chamados “Tigres” no mercado internacional. De um lado, o Japão aprimora seu lado exportador, desaquecendo sua moeda, e ganhando mercado dos “Tigres” em bens de alto valor produzidos em indústrias de uso intensivo de capital, como computadores, semicondutores e produtos petroquímicos. De outro, subida do dólar e a conseqüente valorização de suas moedas prejudicaram os “Tigres” na concorrência com a China em bens de baixo valor, gerados em indústrias de uso intensivo de mão-de-obra, como têxteis, calçados e brinquedos. Pressionados por China e Japão, as economias do sudeste asiático registraram desaceleração em suas exportações e, por conseguinte, deterioração em suas contas.

A súbita queda da demanda interna, as altas taxas de juros e os empréstimos externos que encareceram muito com a desvalorização das moedas geraram aumento da inadimplência das empresas, e com isso, a insolvência dos bancos.

A situação na Ásia só começa a se resolver com a grande operação de apoio do FMI, que com uma ampla ajuda dos bancos internacionais ajuda os países afetados a se reerguerem.

2.4.4 Crise Russa

No ano de 1998 a economia russa passa por uma série de episódios que culminam no que se chamou de *moratória russa*. No mês de maio desse ano, numa tentativa desesperada de acalmar o mercado financeiro, manter o valor do rublo e conter a fuga de investidores, o Banco Central da Rússia triplicou suas principais taxas de juros de curto prazo de 50% para 150% ao ano.

Com a pressão gerada pela liquidez, o governo injeta US\$ 100 milhões como empréstimo para a segunda maior instituição bancária do país com a finalidade de ajudar a estabilizar o sistema financeiro. Como consequência, o índice da bolsa de Moscou reagiu com alta de 13,67%.

Entretanto, as medidas não foram suficientes para evitar o pedido de moratória da economia russa. A incerteza política, aliada à crise na Ásia e à queda nos preços do petróleo, afasta os investidores e a Rússia sofre um ataque especulativo, gerando perdas de 50% no índice da bolsa nacional, o que leva o governo a cogitar pedido de ajuda ao FMI. Mais uma vez, podemos afirmar que com a globalização, e conseqüentemente a abertura econômica do país ao resto do mundo a partir de 1991, corroborou para o agravamento da crise.

Fato relevante para tanto, são as empresas estatais russas que, antes em regime comunista, nunca tiveram de enfrentar concorrência estrangeira e tomaram um choque quando foram expostas a competição: eram improdutivas, e não havia muito mercado para seus produtos no exterior. Com recursos escassos para modernizá-las, o governo resolveu vendê-las. Entre 1991 e 1994, mais de 120.000 empresas foram privatizadas, mas o programa não teve sucesso e as empresas acabaram sendo vendidas aos próprios russos.

Quando o ataque especulativo contra o rublo intensificou-se, a bolsa de valores da Rússia, que no ano anterior a crise negociava 200 milhões de dólares por dia, passou a girar 10 milhões, e em 15 dias, um capital estrangeiro da ordem de US\$ 33 bilhões evaporou-se da bolsa.

Muitos investidores estrangeiros ganhavam fortunas especulando em economias emergentes. Um dos maiores exemplos foi o do mega investidor George Soros, que ficou conhecido depois de ter ganhado um bilhão de dólares apostando contra a moeda inglesa em 1992 num dos maiores ataques especulativos já vistos. Na ocasião, ele enviou uma carta ao jornal inglês *Financial Times*, afirmando que a Rússia deveria ancorar o rublo ao dólar. Os investidores

saíram às vendas de ações e títulos e o governo russo acabou caloteando seus credores. Soros, que administra diversos fundos de investimento que somam mais de 20 bilhões de dólares e é o maior investidor estrangeiro da Rússia, perdeu dois bilhões de dólares em ações e títulos do governo.

2.4.5 Crise Brasileira

Como já mencionado, o fenômeno da globalização levou a formação de blocos de cooperação entre os países de uma mesma região, com o intuito de se fortalecerem no mercado internacional. No caso do bloco formado entre Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai, o Mercosul, teve sua origem em 1991 e objetivava a criação de um mercado único que pressupunha a livre circulação de mercadorias e serviços para aumentar a eficiência econômica e reduzir barreiras tarifárias e custos de exportação. Desta forma, a primeira crise ocorrida no Mercosul foi a crise brasileira, que afetou todos os membros do bloco, principalmente a Argentina, principal parceira no comércio exterior.

O Plano Real, em vigor desde 1994, conseguiu seu objetivo básico de controlando a inflação e estabilizando a moeda, mas ainda era necessário a realização de reformas políticas, fiscais e tributárias que ainda nos deixavam expostos diante do mercado internacional. A crise no mercado internacional nesta época forçou a desindexação do real frente ao dólar e a introdução do cambio flutuante.

Essa mudança, tomada em 14 de janeiro de 1999, foi realizada por falta de opções e em um momento não muito adequado, o que acabou desequilibrando as contas externas deflagrando-se a crise.

Como primeira tentativa de controle da crise cambial foi criado o sistema de “bandas”, que durou pouco tempo e o Banco Central do Brasil se viu obrigado a vender um bilhão de dólares para defender-se dos movimentos especulativos contra a moeda. As reservas do governo caíram para mais da metade em 18 meses, passando de US\$ 72 para US\$ 30 bilhões no auge da crise.

O Brasil encontrava-se em recessão, com retração econômica desde 1998. Houve crescente aumento das taxas de desemprego, que de 5,3% passaram para quase 8% no pior momento da crise. O cenário mundial vivido nos mercados financeiros naquele tempo com as crises do México, na Ásia, e Rússia estava volátil e criaram certa dependência entre os países emergentes, apresentando-se muito vulneráveis aos movimentos especulativos ocasionando um aumento da retração de fluxos de capital para os mesmos.

O impacto foi sentido nas principais praças do mundo, e as bolsas européias registraram quedas no mês de janeiro daquele ano temerosas com a crise no Brasil.

A saída da crise inicia-se com uma combinação de ajuste orçamentário, flutuação do Real, um importante pacote de ajuda organizado pelo FMI e pelo BIS, e a inclusão dos bancos internacionais na manutenção do financiamento a curto prazo.

2.4.6 Crise Argentina

Desde o início do século XX a Argentina ocupa posição importante entre as nações sul-americanas devido a alguns de seus indicadores sobressaírem no continente, tais como: renda *per capita*, taxa de analfabetismo e Índice de Desenvolvimento Humano (IDH). Entretanto, esses avanços enfraqueceram a partir da metade do século e a Argentina começou uma trajetória em direção a uma grande crise, que culminou com uma convulsão social e a queda do presidente Fernando de La Rúa.

Diante das críticas ao governo de Carlos Menem acerca da corrupção e da incapacidade de combater o desemprego, em outubro de 1999 De La Rúa toma posse como presidente em clima de esperança de um novo governo.

Já no início de seu mandato, De La Rúa anunciou uma série de aumento de impostos e ajustes da estrutura estatal, anunciando cortes de gastos de 938 milhões de dólares, gerando protesto de 20 mil manifestantes. A situação se intensifica, e, com índice de desemprego superando 15%, insegurança nas ruas, desconfiança por parte do mercado financeiro internacional, e com uma enorme dívida externa, em dezembro de 2000 o governo argentino recorre ao FMI que anuncia um pacote de ajuda de US\$ 40 bilhões que é recebido com

entusiasmo, mas que não fora suficiente. Um ano depois, De La Rúa e sua equipe econômica detalham as novas medidas econômicas, incluindo troca de dívidas que englobaria a maior parte da dívida pública de US\$ 123 bilhões e incentivavam os gastos com consumo. Ainda em dezembro, mais um pacote econômico é lançado para conter a onda de saques que assolava o país. Dentre as medidas tomadas, incluía-se limite mensal de saque de mil dólares, que ficou conhecido como *corralito*, bloqueando parcialmente os depósitos bancários. Em seguida, a Argentina afirma que aceitaria US\$ 50 bilhões da dívida nacional em uma troca local de reestruturação da dívida, entretanto, o FMI negou o desembolso da parcela de US\$ 1,3 bilhão de ajuda para o país, levando a Argentina à beira do calote.

Com o agravamento da taxa de desemprego, as maiores centrais sindicais convocam uma greve geral, iniciando uma série de protestos de classes populares em algumas cidades. A partir de 19 de dezembro de 2001 começam as manifestações populares conhecidas como *panelaço*. Diante disso, o presidente decide decretar estado de sítio, que suspende as garantias constitucionais dos cidadãos. Espontaneamente, milhares de argentinos vão as ruas batendo panelas como forma de protesto.

De acordo com as medidas tomadas, a Câmara dos Deputados retira poderes especiais do ministro da economia Domingo Cavallo, fazendo-o renunciar, assim como o restante do gabinete de Fernando De La Rúa, incluindo ele próprio.

O ano de 2002, como continuidade da crise que se instaurava no país, novamente não foi próspero para a Argentina. A renúncia do ex-presidente De La Rúa provocou uma inesperada crise política no país, que gerou a passagem de cinco diferentes nomes pela presidência em apenas 12 dias.

A crescente vulnerabilidade diante do aumento das dívidas internas e externas levou o país à insolvência e à necessidade de desvalorizar o peso tardiamente. Até esse momento, a Argentina seguia à risca a cartilha indicada pelo FMI. Mesmo assim, não foi suficiente para barrar o ataque dos mercados quando estes perceberam a insolvência do país.

Em abril de 2003, Nestor Kirchner foi eleito presidente da república. Com o abandono da conversibilidade, o peso voltou a ser a unidade de conta do país, e ao mesmo tempo o banco central argentino retomava as rédeas da política monetária como instrumento operacional.

O novo governo imediatamente suspendeu os pagamentos da dívida externa e adotou uma mega desvalorização da taxa de câmbio, que beneficiou o país com o aumento das exportações.

Isso fez com que expandisse a produção doméstica, reduziu o desemprego e aumentou as reservas cambiais sem depender de privatizações ou de fluxo de capital externo. Ao encarecer as importações, a desvalorização cambial atraiu empresas estrangeiras a se instalarem no país.

Muitos economistas afirmam que o grande sucesso do governo Kirchner foi à renegociação da dívida em *default*. Em fevereiro de 2005, o governo argentino propôs aos credores externos um desconto de 75% na dívida. Com isso, a dívida argentina que era de US\$ 191 bilhões em dezembro de 2004 (113% do PIB), passou para US\$ 125 bilhões em fevereiro de 2005 (72% do PIB). Este foi um fato inédito na história das finanças internacionais.

3 HISTÓRICO DA CRISE DE 2008

“O ex-chairman do Federal Reserve dos Estados Unidos Alan Greenspan disse na terça-feira (17/2/2009) que a atual recessão global será ‘certamente a mais longa e profunda’ desde a década de 1930 e mais fundos de resgate do governo são necessários para estabilizar o sistema financeiro do país.”¹²

A crise de 2008 é considerada por muitos analistas, inclusive o ex-presidente do Banco Central dos EUA, Alan Greenspan, como a mais severa desde a Grande Depressão de 1929. Ao analisarmos as duas crises, alguns fatores em comum nos vêm à cabeça. Índices de desemprego cada vez mais altos, grandes volumes de perdas financeiras, muitas empresas decretando falência, intervenção estatal na tentativa de tirar a economia da crise, entre outros fatores. Outro ponto em comum nas duas crises, foi o fato de ambas terem colocado fim à um período de grande crescimento econômico. Antes da primeira guerra mundial, os EUA eram um grande tomador de empréstimos, utilizados principalmente para formação de seu parque industrial, desenvolvimento de tecnologia, etc., e após a primeira guerra mundial, os EUA passaram a ser o maior prestador de capital do mundo, principalmente para a reconstrução da Europa, devastada pela guerra. Como citado anteriormente, os Estados Unidos vinham passando por um grande nível de crescimento, impulsionado principalmente pela expansão industrial.

Entre 1897 e 1927 a produção de aço e derivados crescera 780% no país; a indústria de máquinas, 562%. A gigantesca siderúrgica US Steel operava a 100% de capacidade; a Standard Oil festejou, em 1928, lucros três vezes superiores aos do ano anterior. Um operário metalúrgico ganhava em média US\$3,28 por dia. Na Grã-Bretanha, o salário médio no setor era de US\$1,62 por dia e na Alemanha, de US\$1,50.¹³

No início do século XXI, não só os EUA, mas o mundo inteiro, passavam por uma forte onda de crescimento econômico. O *boom* das empresas de tecnologia e internet, o afrouxamento das taxas de juros nos EUA após o atentado terrorista de 11 de setembro de 2001, o aumento dos gastos da população que impulsionou ainda mais o crescimento, o aparecimento de novos produtos financeiros (como por exemplo, os derivativos lastreados em hipotecas de alto risco), aumento do investimento das empresas, entre outros fatores, fizeram com que a economia

¹² PORTAL EXAME. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/agencias/reuters/reuters-negocios/detail/recessao-economica-atual-sera-pior-1930-diz-greenspan-273020.shtml>>. Acesso em: 26 set. 2009.

¹³ BRENER, Jayme. **1929: a crise que mudou o mundo**. 3. ed. São Paulo: Ática, 2006. P. 6.

mundial alcançasse níveis de crescimento muito altos desde o final do século XX até meados de 2007, ano onde a crise financeira começou a se desenrolar.

Segundo George Soros, escritor, mega investidor e gestor de fundos de investimentos anteriormente citado “o início da atual crise financeira pode ser oficialmente fixado em agosto de 2007. Foi quando os bancos centrais se viram obrigados a intervir para dar liquidez ao sistema bancário”¹⁴. Segue abaixo algumas datas importantes do ano de 2007 citadas por Soros em seu livro como início da atual crise.

No dia 6 de agosto, a American Home Mortgage, uma das maiores empresas de financiamento imobiliário e hipotecas dos Estados Unidos, pediu concordata depois de demitir a maioria dos seus funcionários. Alegou que era vítima dos problemas que atingiam as financeiras do setor de crédito de hipotecas subprimes e seus clientes. No dia 9 de agosto, os mercados de créditos de curto prazo pararam quando um grande banco francês, o BNP Paribas, congelou três fundos de investimento no valor de 2 bilhões de euros, citando problemas no setor de crédito subprime americano.[...] Em 10 de agosto, o Banco Central Europeu injetou mais 61 bilhões de euros no sistema bancário. Nos Estados Unidos, o Fed anunciou que providenciaria o volume de reservas necessárias para combater a crise de liquidez. Em 13 de agosto, o Banco central Europeu colocou mais 47,7 bilhões de euros nos mercados financeiros – a terceira injeção de crédito em três dias úteis. Os bancos centrais dos Estados Unidos e do Japão também reforçaram as injeções anteriores.[...] Em 13 de setembro, veio a público que o Northern Rock, maior banco de crédito imobiliário britânico, estava à beira da insolvência (o que desencadeou uma corrida bancária à moda antiga – a primeira na Grã-Bretanha em cem anos).¹⁵

De acordo com Soros (2008, P.13, 14), a crise financeira começou a se desenvolver com o estouro da bolha de internet, no final de 2000, e fez com que o Banco central dos EUA cortasse a taxa de juros de 6,5% para 3,5% em um intervalo de poucos meses. Logo após o choque financeiro, vieram os atentados de 11 de setembro de 2001, e para amenizar os impactos do atentado na economia, o *Federal Reserve* continuou a redução das taxas de juros até chegar em 1% em julho de 2003, e a manteve por praticamente um ano. Durante os próximos 31 meses, as taxas de juros reais nos EUA foram negativas. Esse fator fez com que houvesse um grande aumento no número de venda de casas novas no país. “Quando o dinheiro é de graça, o emprestador racional continua emprestando até que não haja ninguém mais a quem emprestar. As financeiras especializadas em crédito imobiliário reduziram suas exigências e inventaram novas maneiras de estimular os negócios e gerar comissões”¹⁶.

¹⁴ SOROS, George. **O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros: A crise atual e o que ela significa**. Rio de Janeiro: Agir, 2008. P. 12.

¹⁵ Op. Cit. p. 12, 13.

¹⁶ Op. Cit. p. 12.

Com os juros baixos, crédito fácil, regulamentações mais fracas, fez com que os preços das casas aumentassem mais de 50% entre 2000 e 2005.

A Merrill Lynch calculou que metade de todo o crescimento do PIB americano no primeiro semestre de 2005 estava ligada ao setor imobiliário, fosse diretamente, por meio de construção de casas novas e consumo relacionado, como as compras de mobília nova, ou indiretamente, pelo consumo com o dinheiro obtido com o refinanciamento das hipotecas. Martin Feldstein, ex-presidente do Conselho de Assessores Econômicos, calculou que, entre 1997 e 2006, o refinanciamento de hipotecas botou nas mãos dos consumidores mais de 9 trilhões de dólares em dinheiro vivo. Um estudo conduzido por Alan Greenspan em 2005 estimou que, nos anos 2000, o refinanciamento de hipotecas bancava 3% de todos os gastos pessoais.¹⁷

Essa facilidade de crédito, aumento nos valores das casas e os novos produtos financeiros fizeram com que os norte americanos passassem a consumir mais, aumentando o PIB não só dos EUA como de vários países ao redor do globo, haja visto que o país é um dos maiores importadores do mundo, gerando um ciclo de prosperidade em muitos Estados, que viam nos norte-americanos, um grande mercado consumidor. Contudo, esse *boom* do mercado imobiliário nos EUA tomou um caráter especulativo, segundo Soros (2008, p.15),

A valorização de dois dígitos nos preços das casas gerou especulação. Quando se espera que o valor de uma propriedade cresça mais que o custo dos empréstimos, faz sentido ter mais propriedades do que se pretender ocupar. Em 2005, 40% de todas as compras do setor eram feitas como investimento ou segundo imóvel, e não para moradia. Como o crescimento da renda média real foi anêmico nos anos 2000, os investidores usaram a criatividade para fazer os imóveis parecerem acessíveis. Os artifícios mais populares eram os financiamentos a taxas reajustáveis, tendo como chamariz a cobrança de juros abaixo do mercado nos primeiros dois anos.[...]Os critérios para a concessão de crédito implodiram, e as chamadas hipotecas subprime tornaram-se amplamente acessíveis para pessoas com histórico duvidoso de crédito.¹⁸

Essa “farra” de crédito nos EUA chegou a um ponto onde até pessoas sem emprego, sem renda e sem outros bens, conseguiam empréstimos, os quais eram conhecidos na sigla em inglês como *NINJA*, - *No Income, No Jobs or Assets* (sem renda, sem trabalho ou ativos) – eram vendidos a bancos, que as “transformavam” em instrumentos de securitização conhecidos como CDO, *Credit Debt Obligation*, ou Obrigação de Dívida de Crédito.

As CDOs canalizavam os pagamentos de milhares de hipotecas para séries de títulos com riscos e rendimentos talhados para o apetite de cada investidor. As pranches no topo da cadeia que englobavam cerca de 80% dos papéis, tinham preferência no recebimento e podiam ser vendidas com a classificação AAA. As das séries inferiores sofreriam as

¹⁷ Op. Cit. p. 14-15.

¹⁸ Op. Cit. p. 15.

primeiras perdas, porém tinham rendimento mais alto. Na prática, os banqueiros e as agências de classificação de risco subestimaram grosseiramente os riscos inerentes a absurdos como os empréstimos NINJA. [...] A securitização visava reduzir os riscos por meio da criação das séries e da diversificação geográfica. Como se veriam mais tarde, isso acabou aumentando os riscos, gerando a transferência de titularidades de hipotecas de banqueiros que conheciam seus clientes para investidores que não os conheciam.¹⁹

Muitos corretores de imóveis, financeiras, bancos, etc., seduzidos por grandes comissões viam na concessão de empréstimos uma forma de aumentar seus ganhos e, com isso, a prática de empréstimos com baixos níveis de exigência foi altamente estimulada, e através da securitização desses títulos, bancos de investimentos que almejavam grandes lucros através desses produtos – devido aos seus altos rendimentos –, fizeram com que eles se espalhassem rapidamente pelo mundo. Eis um exemplo dado por George Soros do que os banqueiros faziam com esses títulos de dívidas:

Era fácil e rápido criar títulos negociáveis “sintéticos”, que imitavam os riscos dos verdadeiros, mas não embutiam o custo de comprar e agrupar empréstimos reais. Assim, os papéis de risco podiam se multiplicar muito além da oferta no mercado. Bancos de investimento fatiavam as CDOs e as revendiam como CDOs de CDOs, ou CDO². Havia até as CDO³s. As melhores fatias das CDOs de menor classificação obtinham classificação AAA. No fim, os produtos sintéticos respondiam por mais da metade do volume negociado. [...] A onda de securitização não se limitou às hipotecas, alastrando-se para outras modalidades de crédito. De longe, o maior mercado sintético é constituído de CDS (*Swaps* de crédito inadimplente).[...] Os fundos de hedge entraram no mercado em massa no início dos anos 2000. Fundos de hedge especializados em crédito atuavam na verdade como companhias de seguros não-licenciadas, cobrando prêmios sobre as CDOs e outras obrigações que seguravam. [...] O mercado cresceu exponencialmente até ultrapassar todos os outros mercados em termos nominais. O valor nominal estimado dos contratos de CDS em vigor chega a 42,6 trilhões de dólares. Para que se tenha uma idéia, isso equivale praticamente à soma da riqueza dos domicílios dos Estados Unidos. O mercado de ações dos Estados Unidos vale 18,5 trilhões de dólares e o de títulos do Tesouro americano, apenas 4,5 trilhões.²⁰

Esse trecho ilustra o tamanho da alavancagem dos investidores – e conseqüentemente do problema que estaria por vir – e da proporção desse mercado de dívidas. Apesar de nomes renomados da economia, como Charles Kindleberger, Martin Feldstein, Paul Vocker e Nouriel Roubini, terem alertado o então Presidente do *Federal Reserve*, Alan Greenspan, sobre a dimensão da bolha que estaria se formando no mercado de crédito hipotecário, pouco foi feito à respeito.

Grandes bancos de investimentos distribuía esses produtos financeiros ao redor do mundo através de suas sucursais em outros países, devido, principalmente, pelo “risco baixo” –

¹⁹ Op. Cit. p.16.

²⁰ Op. Cit. p. 18.

haja vista que muitos desses títulos possuíam nota AAA de classificação de risco – e pelos altos rendimentos pagos, porém, quando o mercado voltou à “realidade”, nem mesmo os bancos sabiam medir o valor desses ativos, o que causou um choque no mercado e uma súbita queda nos empréstimos.

Em 12 de março, a New Century Financial, uma das maiores financeiras do setor, teve suas ações suspensas do pregão em meio a temores de que caminhava para a falência. Em 13 de março, veio a público que a inadimplência no setor de hipotecas e a retomada de imóveis haviam batido novos recordes. Em 16 de março, a Accredited Home Lenders Holding anunciou que venderia 2,7 bilhões em empréstimos com grande desconto a fim de tentar gerar caixa para continuar operando. Em 2 de abril, a New Century Financial pediu proteção contra os credores pela Lei de Falências americana depois de se ver obrigada a recomprar bilhões de dólares em empréstimos perdidos.²¹

As bolsas internacionais chegaram a sofrer solavancos com esses anúncios, mas quando o então presidente do *Fed*, Ben Bernanke, tentou acalmar os mercados dizendo que o *subprime* era um fenômeno isolado e estimou que as perdas com o *subprime* atingiriam apenas 100 bilhões de dólares, e os bancos Merrill Lynch e Citigroup reduziram fortemente os valores contábeis de seus CDOs, as bolsas chegaram a mostrar entusiasmo e alguns índices dos EUA bateram novos recordes²². No Brasil, essa época foi marcada por aberturas de capital, que somaram 64 somente em 2007²³, e a força da economia brasileira, aliada à um mercado de capitais em evolução, ajudaram a levar a bolsa brasileira a patamares nunca antes vistos. Contudo, em agosto de 2007 os mercados financeiros internacionais começaram a sentir os primeiros impactos da crise.

Foi só no começo de agosto que os mercados financeiros entraram realmente em pânico. Foi um choque quando o Bear Sterns pediu proteção contra os credores para dois fundos de hedge expostos a empréstimos subprime e impediu que os clientes sacassem de um terceiro fundo. Como já mencionado, o Bear Sterns havia tentado salvar esses fundos com uma injeção de 3,2 bilhões de dólares. [...] Quando a crise irrompeu, os mercados financeiros desandaram com notável rapidez. Tudo que podia dar errado deu. Um número surpreendentemente elevado de pontos fracos revelou-se em período extraordinariamente curto. O que começou com hipotecas de alto risco em pouco tempo se alastrou para as CDOs, especialmente as artificiais construídas nas séries do topo da cadeia. [...] Investidores em busca de proteção e vendedores a descoberto em busca de lucros correram a vender esses índices, que entraram em queda livre, colocando em dúvida o valor das várias séries de CDOs que supostamente representavam.²⁴

²¹ Op. Cit. p. 20

²² Op. Cit. p. 20.

²³ PORTAL EXAME. **Um ano mais fraco para os IPOs**. Disponível em:

<<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0911/financas/m0150926.html>>. Acesso em: 5 out. 2009.

²⁴ Soros. Op. Cit. p. 21.

Deu-se então o “início” da crise. Com os produtos derivados de crédito perdendo valor, com “ataques” (vendas maciças) sobre esses produtos, os valores despencaram. “Em circunstâncias normais, (os bancos) embalariam esses empréstimos como CLOs (Obrigações de Crédito Garantidas) e os venderiam, mas o mercado de CLOs parou junto com o de CDOs, e os bancos acabaram com um mico de 250 bilhões de dólares nas mãos”²⁵. Esse fator assustou os mercados de ações, que iniciaram um forte movimento de vendas. No Brasil, ainda se vivia um último suspiro de um mercado de alta logo após o grau de investimentos concedido ao país pela Standard & Poors e pela Fitch Ratings, ambas a gências de classificação de risco. A partir daí, os mercados começaram a sofrer fortes perdas. Devido à falta de condições de avaliar o tamanho das perdas e a exposição no mercado *subprime* e seus derivativos, muitos bancos passaram a limitar empréstimos entre si, por não saber se a outra parte poderia honrar os empréstimos pedidos, fez com que o mercado de crédito praticamente parasse, fazendo com que muitas hipotecas nos EUA fossem executadas, muitas pessoas perdessem suas casas e fez com que alguns bancos centrais interviessem no mercado, injetando capital nos bancos com o objetivo de trazer de volta a liquidez ao sistema, mas isso não funcionou como previsto no início.

A despeito da injeção de liquidez, a crise se recusou a ceder. Os spreads de crédito continuaram a aumentar. Quase todos os grandes bancos – Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse – anunciaram grandes reduções no valor contábil de seus ativos no quarto trimestre, e a maioria sinalizou reduções contínuas em 2008. Tanto o AIG, quanto o Credit Suisse fizeram anúncios preliminares de redução para o quarto trimestre (de 2007) que tiveram de revisar repetidamente, passando a sensação, sem dúvida acurada, de que haviam perdido o controle de seus balanços. Em 25 de janeiro de 2008, a revelação de que operações fraudulentas haviam custado 7,2 bilhões de dólares ao (banco francês) Société Générale coincidiu com um clímax de vendas no mercado de a es e a extraordinária decisão do *Fed* de cortar a taxa de juros em 0,75 ponto percentual oito dias antes da reunião normal, quando a taxa caiu mais meio ponto. Era algo sem precedentes. [...] A agonia se alastrou do setor imobiliário residencial ao de cartões de crédito e de imóveis comerciais.²⁶

O crédito sofreu uma forte contra o no mundo inteiro, e o medo de que os empréstimos concedidos não fossem honrados pelos tomadores causou efeito ao redor do mundo. Além disso, a desalavancagem (venda de posi es em títulos e a es através de empréstimos feitos em outros bancos) de investidores, bancos e fundos, impulsionou um grande movimento de vendas nos mercados de a es ao redor do mundo, causando uma forte queda nas cota es. No Brasil, o mercado de a es já vinha sofrendo alguns solavancos com o grande volume de vendas de

²⁵ Op. Cit. p. 22

²⁶ Op. Cit. p. 23.

investidores estrangeiros que encerravam suas posições no país para pagar prejuízos no exterior, mas o crescente volume de compras de *commodities* pela China, ainda impulsionava o mercado de ações brasileiro²⁷. Em março de 2008, os sinais de que a economia norte-americana estava se deteriorando começavam a ser mais claros. Eis alguns eventos importantes apontados pelo site Infomoney: no dia 03 de março de 2008, os gastos com construção civil nos EUA recuaram 1,7%, enquanto um consenso de mercado (entrevista com especialistas, economistas e analistas), apontava uma queda de apenas 0,8%; no dia seguinte, 4 de março de 2008, o então presidente do Banco Central dos EUA, Ben Bernanke, disse que os preços de casas deveriam continuar a sofrer mais diminuições, haja visto os desequilíbrios no setor. Para Bernanke, as instituições privadas deveriam diminuir a pressão sobre donos de imóveis. No dia 5 de março, o relatório de desemprego indicou fechamento de 23 mil postos de trabalho no setor privado, acima da expectativa de 11 mil cortes. O enfraquecimento da economia era cada vez mais notório. Outro marco importante da crise foi a compra do Bear Sterns (um dos maiores bancos de investimentos dos EUA) pelo JP Morgan, por apenas US\$236 milhões. O *Federal Reserve* faria um empréstimo de US\$30 bilhões para o JP Morgan para efetuar a compra do Bear Sterns, que havia sofrido fortes perdas com títulos *subprime*. Após a efetivação da venda do Bear Sterns, suas ações negociadas na bolsa de Nova Iorque chegaram a cair 90%. Também em março, o Banco Central norte americano passou a ter uma postura mais agressiva de combate à crise, diminuindo rapidamente as taxas de juros. Somente em março, houve três cortes.

Em abril, os efeitos da crise começam a se agravar um pouco mais. Cortes nas taxas de juros foram feitos ao redor do mundo, com a tentativa de reativar o crédito e impulsionar o consumo, mas isso não foi o suficiente. Nos EUA, o mercado de trabalho ainda sofria com novos cortes de vagas, grandes empresas e bancos reportaram prejuízos bilionários: a General Motors reportou perdas de US\$3,3 bilhões no primeiro trimestre de 2008; o banco suíço *Credit Suisse* registrou perdas de US\$5,4 bilhões; o banco Merrill Lynch informou prejuízos de US\$1,6 bilhões também no primeiro trimestre de 2008. Em maio de 2008 os prejuízos aumentam e o banco suíço UBS anuncia perdas de US\$10,9 bilhões; a agência de crédito imobiliário Fannie Mae informou, no mesmo período, perdas da ordem de US\$2 bilhões. Tamanhas perdas associadas à queda no consumo, conseqüente queda na produção dos EUA e na confiança do consumidor agravaram

²⁷ Grande parte das ações do índice Bovespa, da Bolsa de Valores de São Paulo, possuem relação com commodities, como Petrobrás, Vale do Rio Doce, Companhia Siderúrgica Nacional, Gerdau, Usiminas, entre outras empresas.

ainda mais o quadro recessivo que já se desenhava ao redor do globo²⁸. No Brasil, apesar de diversos países no mundo estarem sofrendo cada vez mais com os choques da crise, o Índice Bovespa continuava subindo, até que no dia 29 de maio de 2008, com anúncios de que o Brasil teve sua nota de risco elevada pela agência de classificação de risco de crédito *Standard & Poors*, o índice da bolsa brasileira bateu sua máxima histórica: 73.920 pontos²⁹. Após esse marco histórico, e com inúmeras notícias negativas, muitos investidores começaram a vender suas posições nos mercados latino-americanos para cobrir as enormes perdas contábeis em outros países, causadas pelo enfraquecimento cada vez maior da economia mundial.

Já no mês de junho de 2008 as coisas continuaram a se deteriorar. Logo no dia 2 de junho, três grandes bancos dos EUA, o Morgan Stanley, Merrill Lynch e o Lehman Brothers, tiveram sua classificação de risco de crédito reduzida pela *Standard & Poors*, além desses bancos, o JPMorgan, Bank of America, Citigroup e Wachovia, tiveram suas notas de crédito colocadas em perspectiva negativa, grande parte, devido às perdas com títulos *subprime*, calotes de credores, diminuição no consumo, contratação de crédito, entre outros – alguns dias depois, nesse mesmo mês, o Lehman Brothers registrou prejuízo de US\$2,8 bilhões, mostrando que o pior da crise ainda estava por vir.

Enquanto muitos bancos nos EUA quebravam, alguns países, preocupados com o aumento da inflação, chegaram a aumentar sua taxa básica de juros, como fez o Brasil, onde a demanda doméstica ainda se mantinha aquecida, apesar dos solavancos sofridos pela economia mundial³⁰. No Brasil, o COPOM, Comitê de Política Monetária, optou por aumentar a taxa SELIC em meio ponto percentual (0,5%), de 11,75% ao ano, para 12,75% ao ano³¹, motivado por pressões inflacionárias que o Brasil podia vir a sofrer – nesse período havia uma grande preocupação com o risco de estagflação³² no país, devido à desaceleração da economia global.

²⁸ INFOMONEY. **Cronologia da crise**: acompanhe os principais eventos do mês de outubro. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1683677&path=/investimentos/>>. Acesso em: 7 out. 2009.

²⁹ AE Broadcast. Software que fornece cotações e gráficos de ações. Versão paga fornecida pela empresa Agência Estado.

³⁰ INFOMONEY. **Cronologia da crise**: acompanhe os principais eventos do mês de outubro. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1683677&path=/investimentos/>>. Acesso em: 7 out. 2009.

³¹ AE Broadcast. Software que fornece cotações e gráficos de ações. Versão paga fornecida pela empresa Agência Estado.

³² Estagflação, termo cunhado pelos economistas nos anos 70 para descrever uma combinação inédita entre crescimento econômico lento e alto nível de desemprego (estagnação) e altas taxas de preços (inflação). Fonte:

Esse medo de que ocorresse uma alta na inflação, foi tomado também pelo *Federal Reserve*, que no dia 25 de junho, manteve as taxas de juros dos EUA em 2% ao ano, segundo notícia publicada no site Infomoney, os membros do *Fed* mantinham preocupações com a inflação, o que os fez manter a taxa de juros nesse patamar³³. No dia 27 desse mês, o Reino Unido divulgou os dados referentes ao PIB (Produto Interno Bruto – medida das riquezas geradas no país), esse dado, além de vir abaixo do esperado por analistas de mercado financeiro, foi o menor índice de crescimento registrado em 12 anos – alguns meses depois o Reino Unido entraria em recessão, evidenciando o agravamento da crise.

Nos EUA, o mês de julho começa com mais um banco quebrando. Logo no dia primeiro de julho, o banco *Integrity*, um banco regional cujo crescimento foi fortemente atrelado ao mercado imobiliário, foi o décimo a entrar para a lista dos bancos que pediram bancarrota nos EUA, e foi incorporado pelo *Regions Bank*, por US\$9,7 milhões.

Mesmo com a economia mundial se deteriorando, o fantasma inflacionário ainda rondava muitas economias ao redor do mundo, e como forma de combate à inflação, muitos bancos centrais passaram a aumentar a taxa básica de juros, o que conseqüentemente fez com que o nível de contração de crédito fosse diminuído, implicando em queda no consumo. Essa foi a decisão do Banco Central Europeu em 3 de junho de 2008, que, preocupado com a inflação na zona do Euro, optou por levantar a taxa de juros para 4,25% ao ano³⁴.

As bolsas mundiais, consideradas o termômetro das expectativas em relação ao desempenho econômico, adentraram a região do *Bear Market*³⁵, evidenciando o temor quanto ao futuro das perspectivas econômicas mundiais. Alguns dias depois, o governo dos Estados Unidos anunciou medidas de apoio a duas das maiores financiadoras de crédito imobiliário do país, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*, que sofreram fortes perdas com os títulos *subprime*, e passaram a deixar dúvidas sobre sua capacidade de solvência, fazendo que uma grande onda de vendas de

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot. **Dicionário de termos financeiros e de investimento**. São Paulo: Nobel, 1993. p. 514.

³³ INFOMONEY. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1213218&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

³⁴ INFOMONEY. **Cronologia da crise**: confira os principais eventos do mês de janeiro. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1475625&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 out. 2009

³⁵ *Bear Market*, ou mercado do urso, é um termo usado no mercado financeiro para designar mercados com quedas de mais de 20%. Segundo Downes e Goodman (1993, p. 40), *Bear Market* significa “um período prolongado de queda de preços. Um mercado acionário em baixa resulta da perspectiva de um declínio na atividade econômica.”

suas ações ocorresse, pressionando o preço de suas ações na Bolsa de Valores de Nova Iorque. O governo dos EUA, através do seu banco central, liberou linhas de crédito para as duas empresas, linhas essas, que somente estavam disponíveis para bancos. Segundo o portal de notícias Infomoney, “Fannie Mae e Freddie Mac também serão ajudadas pelo Federal Reserve, que decidiu estender às empresas o acesso aos seus recursos, garantia tradicionalmente concedida apenas a instituições bancárias, mas que desde o início da crise haviam sido proporcionadas também aos bancos de investimento e outros intermediários de Wall Street.”³⁶. Devido às enormes perdas de bancos de investimentos, financeiras e bancos de créditos imobiliários, o *Federal Reserve*, no dia 15 de julho de 2009, resolveu interferir e mudar algumas regras para a contração de crédito imobiliário. Segundo o site de notícias Infomoney, eis algumas das regras mudadas pelo banco.

A partir das alterações, as operações de crédito imobiliário deverão levar em consideração critérios como renda e bens dos tomadores de empréstimo para determinar sua capacidade de pagamento, em vez de considerar apenas o valor do ativo em questão. De acordo com Ben Bernanke, presidente do banco central norte-americano, "além de oferecer maior proteção aos consumidores, a uniformidade das regras nivelará o campo de jogo para os concessionários de crédito e incrementar a competição no mercado de hipotecas". Ademais, as instituições serão obrigadas a possuir reservas para o pagamento de taxas relacionadas à aquisição do imóvel, além de verem reduzidas suas possibilidades para cobrança de multas em caso de pagamento antecipado em linhas de crédito subprime e com taxas flutuantes, agora definidas pelo Fed como de "alto custo". A maior parte das medidas anunciadas, que também incluem regras para propaganda e divulgação de custos projetados dos empréstimos, entrará em vigor a partir de primeiro de outubro de 2009.³⁷

Alguns dias depois de mudar as regras para contração de empréstimos imobiliários, o governo dos EUA, através do congresso americano, aprovou uma linha de crédito para resgatar as financeiras *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, e o impacto nas ações das duas empresas dispararam na bolsa de Nova Iorque, ambas fecharam o dia (23/7/2008) com altas superiores a 11%.

A medida proposta pelo secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, visa o aumento temporário da linha de crédito que Fannie Mae e Freddie Mac têm junto ao governo, ao mesmo tempo em que permite a captação de até US\$ 11 bilhões através da venda de títulos. Para Paulson, a medida irá impulsionar a recuperação da confiança do consumidor nas duas agências, enquanto o governo toma outras iniciativas para reduzir as possibilidades de riscos sistêmicos. Ambas as agências desempenham papel

³⁶ INFOMONEY. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1227297&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

³⁷ OLIVEIRA, Vitor Silveira Lima. **Fed anuncia novas regras para o financiamento imobiliário nos EUA.** Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?>>. Acesso em: 10 out. 2009.

importante no mercado hipotecário norte-americano, respondendo juntas por cerca de metade dos US\$ 12 trilhões de empréstimos imobiliários pendentes.³⁸

Apesar de o setor financeiro ser um dos maiores afetados pela crise, outros setores da economia americana foram duramente prejudicados: o setor automotivo, antes hegemônico, começou a sofrer prejuízos com a queda nas vendas e o aumento dos combustíveis³⁹, o que fazia com que carros grandes e camionetes potentes ficassem inapropriados para o momento, levando grandes montadoras, como Ford, GM e Chrysler a ter grandes prejuízos. No caso específico da Ford, a queda na venda e a falta de adaptação ao novo momento em que a economia se encontrava, levaram a empresa a reportar prejuízo de US\$8,7 bilhões em 24 de julho de 2008⁴⁰, e no mês de agosto, a GM reportou um prejuízo de US\$15,5 bilhões, quatro vezes maior do que a expectativa do mercado e o quarto consecutivo da empresa⁴¹. Ainda em julho de 2008, evidenciando o tamanho da crise, o governo dos EUA divulgou os dados do PIB no segundo trimestre de 2008, cujo crescimento foi de 1,9% no período, abaixo das expectativas do mercado que giravam em torno de 2,3%⁴², o que evidenciava que o país se encontrava numa situação cada vez pior, e que a economia não respondia aos estímulos do governo de forma esperada.

No Brasil, o que mais prejudicava era o fato de o real ter se valorizado muito em relação ao real, o que prejudicou os exportadores brasileiros, fazendo com que o governo brasileiro liberasse R\$3 bilhões, de um programa de R\$12 bilhões para ajudar setores da economia que foram prejudicados pelo real valorizado. Já na bolsa de valores brasileira, as notícias vindas do exterior pesavam no mercado de ações e fazia com que novas quedas acontecessem, só no mês de julho, o índice Bovespa, que mede a oscilação da bolsa brasileira, caiu 8,5%⁴³, deixando muitos investidores com medo do que poderia acontecer no futuro próximo.

³⁸ INFOMONEY. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1237345&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

³⁹ Nesse período, o preço do petróleo estava acima de US\$120,00

⁴⁰ INFOMONEY. **Cronologia da crise**: Relembra os principais eventos do mês de julho. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1447185&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

⁴¹ INFOMONEY. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1245745&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

⁴² INFOMONEY. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1243594&path=/investimentos/>>. Acesso em: 01 out. 2009.

⁴³ AE Broadcast. Software que fornece cotações e gráficos de ações. Versão paga fornecida pela empresa Agência Estado.

O mês de agosto de 2008 não foi muito diferente dos outros, notícias negativas ao redor do mundo, atividade econômica na Europa em queda, desemprego aumentando, grandes empresas reportando prejuízos. Até então, nada além do que o mercado havia presenciado no mês anterior, porém, os mercados financeiros globais tinham setembro pela frente, período marcante no tocante à crise. Eis alguns acontecimentos memoráveis apontados pela agência de notícias BBC:

- 7 de setembro de 2008, resgate das financiadoras de crédito imobiliário *Fannie Mae* e *Freddie Mac* pelo governo dos EUA, na tentativa de evitar o colapso do mercado de crédito imobiliário no país.
- 8 de setembro, queda de 45% nas ações do banco de investimentos Lehman Brothers, com suspeitas sobre a solvência do banco.
- 15 de setembro, concordata do Lehman Brothers, que tinha uma “dívida bancária de US\$613 bilhões, US\$155 bilhões em dívidas de detentores de títulos e ativos avaliados em US\$639 bilhões.”⁴⁴
- 17 de setembro, o *Federal Reserve* anuncia ajuda de US\$85 bilhões (posteriormente o valor chega a US\$180 bilhões), quando a nota de crédito da seguradora AIG foi rebaixada para uma classificação menor do que “AA”. A seguradora foi considerada muito grande para quebrar, já que seu colapso seria sentido em toda economia global. A AIG tinha 30 milhões de segurados nos EUA, atividades em 130 países e apólices para mais de 100 mil empresas e outras entidades. Apesar do resgate de AIG, as ações nos EUA registraram a maior queda em três anos, em meio à volatilidade financeira. O índice Dow Jones fechou esse dia em baixa de mais de 4%, enquanto o mercado de ações brasileiro fechou o dia com queda de 6,74%.
- 19 de setembro, o governo dos EUA anuncia um pacote de auxílio de US\$700 bilhões. O TARP (*Trouble Assets Relief Program* – Programa de alívio de ativos problemáticos em tradução livre) foi proposto pelo secretário do Tesouro dos EUA, Henry Paulson. O “*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*” (Ato de estabilização econômica de emergência de 2008), conhecido como pacote de resgate do sistema financeiro dos EUA, foi uma lei aprovada em resposta à crise do *subprime* e autorizou o secretário do Tesouro

⁴⁴ BBC. **Uma cronologia depois da crise mundial.** Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/interatividade/2009/09/090904_aftershock_timeline.shtml>. Acesso em: 10 out. 2008.

a gastar US\$700 bilhões para comprar ativos podres, especialmente do setor hipotecário, e injetar dinheiro nos bancos. O pacote foi finalmente aprovado em 3 de outubro de 2008, depois de um intenso debate no Congresso. No Brasil, o índice Bovespa despencou e o dólar disparou.

- 21 de setembro, fim do modelo de bancos de investimento. Goldman Sachs e Morgan Stanley abandonam o status de banco de investimentos e passam a ser holdings, numa decisão que marca o fim de uma era em Wall Street. Quatro dias depois, o gigante do setor de hipotecas dos EUA, Washington Mutual, com ativos avaliados em US\$307 bilhões, é fechado por agências reguladoras e vendido ao JP Morgan Chase.⁴⁵

O mês de Setembro foi um mês marcado pelo mau humor nos mercados financeiros, dúvidas em relação ao futuro, deterioração da economia, resgates de empresas e bancos, quebra de grandes ícones norte-americanos, enfim, um mês que ficará marcado na memória de todos como um mês para ser esquecido. No Brasil, no dia 29 de setembro de 2008, ocorreu o primeiro *circuit breaker*, que é a paralisação nos negócios na bolsa de valores de São Paulo, quando ocorrem quedas superiores a 10% no dia. A última vez que esse sistema havia sido acionado foi em 1998, no ápice da crise asiática.

O mês de outubro inicia com a aprovação do senado e do congresso do pacote de resgate de US\$700 bilhões, porém, os mercados financeiros entenderam que se o governo correu tanto para aprovar esses pacotes de resgate, era porque a situação estava realmente grave, e os mercados financeiros continuaram a sofrer com as fortes perdas. Somente no mês de outubro, o índice Bovespa chegou a cair mais de 41%, mostrando que o pessimismo ainda era muito grande em relação ao futuro da economia mundial. Mesmo com tentativas dos governos de estímulos a economia – o governo brasileiro chegou a fazer mudanças nas regras do depósito compulsório (quantia que os bancos são obrigados a deixar depositados no Banco Central do Brasil) na tentativa de estimular os bancos a emprestarem dinheiro - os governos não foram tão bem sucedidos e as bolsas de valores continuaram a registrar perdas. O índice Bovespa, somente em outubro, teve que acionar o sistema de *circuit breaker* cinco vezes, sendo que duas vezes foram no mesmo dia, 06 de outubro.

⁴⁵ Op. Cit.

No resto do mundo o fluxo de notícias ainda era bastante negativo, a taxa Libor⁴⁶ bateu recorde, passando dos 5% ao ano e o mercado de ações refletia esse mau humor, fazendo mínimas históricas. Um exemplo foram as ações da General Motors, que chegaram ao menor patamar desde 1950⁴⁷. Em uma nova tentativa de auxiliar o sistema financeiro mundial, os bancos centrais dos EUA, Europa, Inglaterra, Canadá, Suécia, Japão e Suíça, em uma ação coordenada, cortaram as taxas de juros de seus países. Todos os bancos, com exceção do Japão que manteve a taxa básica de juros em 0,5% ao ano, cortaram a taxa de juros em 0,5%, ficando as taxas da seguinte forma: EUA 1,5% ao ano; Inglaterra, 4,5% ao ano; Canadá 2,5%; Europa, 3,75%; Suécia, 4,25%; Suíça na faixa de 2% a 3% ao ano; e o Japão, 0,5% ao ano⁴⁸. No Brasil, as taxas não foram alteradas nessa data, mas aqui, o governo também agiu, alterando novamente as regras do depósito compulsório e injetando mais R\$23,2 bilhões no sistema financeiro brasileiro. Durante o final de semana do dia 12 de outubro de 2008, medidas de resgate ao sistema financeiro mundial foram tomadas e mexeram com o humor dos investidores – só no Brasil, a bolsa de valores subiu 14,6%, e nos EUA o índice *Dow Jones* da bolsa de Nova Iorque, subiu 11,08% -, eis algumas medidas citadas pelo site de notícias Infomoney:

Depois da pior semana da última década, os mercados encontraram respaldo em uma série de eventos do final de semana para viver uma segunda-feira (13) de redenção. Diante da deterioração das condições econômicas e derrapadas consecutivas dos mercados, autoridades monetárias nacionais voltaram a agir e espalharam planos de socorro pela Europa, Ásia, Estados Unidos e até no Brasil. A resposta das bolsas foi imediata.

Wall Street rebateu seu ciclo negativo mais profundo com um rali impressionante. Para se ter uma idéia, o índice Dow Jones experimentou sua maior alta em pontos da história e foi seguido de perto pelo Nasdaq e pelo S&P 500, ambos com valorização de mais de 11%. Por aqui, o Ibovespa conseguiu subir ainda mais e com os 14,66%, cravou seu melhor pregão em quase 10 anos.

O motivo de tanto otimismo veio de uma atuação maciça das autoridades nacionais. Uma ação coordenada entre os países da União Européia injetará algo em torno de € 300 bilhões no sistema financeiro local. Paralelamente, o Reino Unido refinanciará os bancos RBS, Lloyds e HBOS, enquanto o Federal Reserve anunciou nova ação coordenada,

⁴⁶ *London Interbank Offered Rate*, Taxa Interbancária do Mercado de Londres. Taxa preferencial de juros oferecida para grandes empréstimos entre os bancos internacionais que operam com eurodólares. A taxa LIBOR é geralmente a base para outros grandes empréstimos em eurodólares a empresas e instituições governamentais com avaliação de crédito inferior. Fonte: DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot. **Dicionário de termos financeiros e de investimento**. São Paulo: Nobel, 1993. p. 281.

⁴⁷ PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **Ações da General Motors voltam a despencar e fecham no menor nível desde 1950**. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1383885&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

⁴⁸ KAHIL, Gustavo. **BCs implementam cortes extraordinários nas taxas básicas de juros**. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1372563&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

desta vez com o BCE (Banco Central Europeu), o BoE (Bank of England) e o SNB (Swiss National Bank), na promoção de novos leilões de financiamento. No Brasil, o Bacen voltou a alterar as regras para o depósito compulsório dos bancos com o objetivo de disponibilizar cerca de R\$ 100 bilhões ao sistema financeiro local. Diante da mão forte dos governos, o cenário corporativo ficou em segundo plano, mas também leva parte da expressiva disparada dos mercados. Dissipando os rumores de falência, o Morgan Stanley concretizou o aporte de US\$ 9 bilhões do grupo Mitsubishi e subiu nada menos que 86%. Os órgãos reguladores aprovaram a aquisição do Wachovia pelo Wells Fargo e as commodities rebateram as perdas recentes e impulsionaram mineradoras e companhias energéticas. Os ganhos foram generalizados; do Ibovespa todos os 66 ativos marcaram forte valorização.⁴⁹

Mesmo com essa forte valorização, as notícias ruins voltaram a tomar conta dos noticiários mundiais, e empurraram as bolsas de valores mundiais para novas desvalorizações. No dia 15 de outubro, os mercados foram assolados por uma nova onda de vendas e novas baixas, fazendo com que o índice Bovespa fosse interrompido com apenas 15 minutos de negócios.

No decorrer do mês, as perdas de empresas ligadas ao setor financeiro continuaram a crescer: Merrill Lynch reportou perdas de US\$5,1 bilhões; Citigroup informa perdas de US\$2,8 bilhões⁵⁰, e a insegurança começava a tomar conta das empresas ao redor do mundo. No Brasil, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários – órgão regulador do mercado de capitais e das empresas de capital aberto no Brasil), exigiu que as empresas passassem a divulgar o nível de exposição em derivativos que possuíam, haja vista o enorme prejuízo que algumas empresas brasileiras reportaram – Sadia e Aracruz reportaram prejuízos bilionários em 2008 devido à utilização de derivativos cambiais como forma de especular no mercado financeiro – tentando assim, manter o nível de transparência das empresas e demonstrar ao mercado brasileiro que eram apenas algumas empresas que possuíam operações de maior risco⁵¹. Já no exterior, o *Federal Reserve* aumentava cada vez mais o volume de empréstimos a bancos, no dia 17 de outubro, o *Fed* bateu o recorde de volume de empréstimos, chegando a emprestar US\$437,5 bilhões por dia a bancos, evidenciando a necessidade de capital dos bancos nos EUA⁵². No Brasil, o clima ainda

⁴⁹ PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **Conjunto de medidas rende recordes históricos e quebra rotina negativa do mercado.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1393269&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

⁵⁰ INFOMONEY. **Cronologia da crise:** lembre os principais eventos no mês de outubro

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1406943&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

⁵¹ INFOMONEY. **CVM passa a exigir mais detalhes sobre exposição das companhias aos derivativos.**

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1407552&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

⁵² INFOMONEY. **Cronologia da crise:** lembre os principais eventos no mês de outubro

estava bastante pessimista, prova disso foi o sistema de *circuit breaker* ter sido acionado cinco vezes somente em outubro, e o índice Bovespa marcou a mínima da crise: 29.435 pontos, e as tensões nos mercados emergentes fizeram com que o risco-Brasil⁵³ disparasse 139 pontos num dia, chegando a 677 pontos⁵⁴. Nos EUA, o número de execuções hipotecárias continuava subindo, aumentando 71% na comparação trimestral, chegando a mais de 765 mil execuções, comprovando o agravamento da crise nos EUA. Outro sinal de que a economia mundial estava se deteriorando, foi a divulgação, em 24 de outubro de 2008, de uma retração do PIB do Reino Unido em 0,5%, o primeiro em 16 anos, e essa notícia fez com que as bolsas européias caíssem mais de 8% nesse dia⁵⁵, mostrando a fraqueza das economias de primeiro mundo. Por outro lado, a China, considerada um dos maiores motores do mundo, em outubro lançou um pacote de estímulos à economia no valor de US\$292 bilhões, no Brasil, o COPOM (Comitê de Política Monetária – colegiado do Banco Central que decide as taxas de juros no Brasil), manteve a taxa SELIC em 13,75% - patamar historicamente baixo para o Brasil, que já teve taxas acima de 40% ao ano; já nos EUA, a taxa básica de juros foi novamente alterada, chegando agora ao nível de 1% ao ano, menor nível da história do país; e para terminar o mês de outubro, o Conselho Monetário Nacional optou por liberar R\$9,2 bilhões para capital de giro para o setor de construção civil, auxiliando um dos setores que mais crescia no Brasil. O mês de outubro terminou ainda com uma declaração do diretor do FMI (Fundo Monetário Internacional), Dominique Strauss-Kahn, afirmando que a saída da crise atual seria através dos países do G-20, abrindo espaço para os países emergentes participarem da tomada de decisões, antes restrita ao G-7.

Novembro não foi um mês muito diferente dos outros, com novos sinais de agravamento da crise. Bancos divulgando perspectivas sombrias para os mercados em 2009 – o banco JP Morgan chegou a divulgar uma projeção que dizia que somente se veria uma recuperação da

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1406943&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

⁵³ O risco-Brasil é um índice do banco de investimentos JP Morgan que mede a estabilidade econômica e política dos países. Quanto maior o valor do índice, maiores as taxas de juros cobradas para empréstimos para esses países.

⁵⁴ INFOMONEY. **Cronologia da crise:** relembre os principais eventos no mês de outubro

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1406943&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

⁵⁵ RIBEIRO. Rafael de Souza. **PIB do Reino Unido retrai 0,5% e bolsas européias despencam mais de 8%.**

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1413432&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

economia em 2010, e ainda por cima, fraca⁵⁶ - grandes bancos como o *Société Générale*, *Commerzbank*, seguradoras, como a *Swiss Re* e MBIA, grandes empresas como a Ford, *Fannie Mae*, Honda, Toyota, empresas nacionais como a Braskem, entre outras, reportaram perdas acima do esperado, e dois novos bancos nos EUA, o *Franklin Bank* e o *Security Pacific*, quebraram, mostrando que o pior da crise ainda não havia ficado para trás⁵⁷. Vendo os acontecimentos do mês, muitos países tomaram medidas contra a crise, como por exemplo, a China, que lançou um novo pacote de estímulo à economia, no valor de US\$586 bilhões. Nos EUA novos planos de combate à crise foram anunciados; como por exemplo, planos de investimentos em empresas privadas através da compra de ações dessas empresas interessadas; alguns dias depois, o *FED* e o Tesouro norte-americano aumentaram o valor da ajuda à AIG para US\$152,5 bilhões, o Banco Central dos EUA ainda transformou a *American Express* em banco comercial, permitindo que o novo banco tivesse acesso às suas linhas de crédito, comprou participação no Citigroup em um valor de US\$20 bilhões. Além disso, o novo Presidente Barack Obama fez o anúncio de sua nova equipe econômica, sendo eles, Paul Volcker, como chefe do comitê contra a crise financeira, Timothy Geithner para o cargo de secretário do Tesouro, e Lawrence Summers como chefe do Conselho Econômico Nacional. Alguns dias depois foi anunciado que o PIB do país obtivera um recuo de 0,5% no terceiro trimestre de 2008, comprovando o agravamento da crise. Alguns dias depois, o governo dos EUA, devido às medidas de combate à crise (estímulos à economia, programas de resgate, compra de ações, etc.), optou por abandonar o equilíbrio orçamentário até 2012, mostrando que os problemas nos EUA eram realmente graves e que os gastos que já eram grandes, poderiam aumentar⁵⁸.

Dezembro de 2008, um mês também bastante agitado nos mercados financeiros mundiais. O mês já começou com a divulgação de dados sobre a produção industrial na China, que despencara a patamares recordes devido à queda nas exportações e à desaceleração na economia mundial, com isso, o país optou por adotar medidas de combate à crise estimulando o mercado interno, o maior do mundo na atualidade. Logo depois, os EUA divulgaram também dados sobre sua produção industrial, acusando novamente retração da atividade no país; outro dado

⁵⁶ INFOMONEY. **JPMorgan projeta tempos difíceis para 2009 e só vê recuperação após dois anos**. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1422926&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

⁵⁷ INFOMONEY. **Cronologia da crise**: Relembra os principais eventos no mês de novembro. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1423743&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009..

⁵⁸ Op. Cit.

importante que fora divulgado e que movimentou fortemente as bolsas, foi um dado do NBER (*National Bureau of Economic Research* – Agência Nacional de Pesquisa Econômica, em tradução livre), que divulgou que os Estados Unidos da América se encontram em recessão desde 2007, conforme notícia divulgada pelo site Infomoney.

De acordo com o estudo realizado, o último período de expansão econômica norte-americana durou 73 meses, tendo início em novembro de 2001 e fim em dezembro de 2007. A partir daí, a economia dos Estados Unidos deu forte sinal de desaceleração. "O comitê identificou dezembro de 2007 como mês de enfraquecimento, determinando posteriormente que o declínio seguido na atividade econômica foi profundo o bastante para qualificar uma recessão", apontou o órgão. **Um ano de recessão.** Adotou-se tratar recessão como um período de dois trimestres seguidos de retração para determinada economia. De acordo com dados do PIB (Produto Interno Bruto) norte-americano, o terceiro trimestre apontou recuo de 0,5% na atividade do país. Antes de esperar pela seqüência que determinaria a confirmação convencional desta recessão, a NBER argumenta que "as recessões começam quando a economia atinge um enfraquecimento da atividade e termina quando consegue retomar o crescimento". Dois indicadores principais considerados pelo órgão são produção doméstica e o nível de empregos da economia. Para se ter uma idéia, a última medição do Employment Report, referente a outubro, apontou alarmante taxa de desemprego de 6,5%, maior nível desde 1994. Nesta segunda-feira (1), o indicador do nível de atividade industrial do país caiu mais que o esperado em novembro.⁵⁹

Essa notícia abalou fortemente os mercados de ações mundiais, que caíram fortemente, o Ibovespa caiu 5,07% nesse dia e o índice *Dow Jones* da bolsa de Nova Iorque caiu 7,7%.

No Brasil o noticiário também não era positivo. Dados sobre a produção industrial nacional vieram preocupantes, demonstrando novas quedas no índice de atividade industrial. O governo, cada vez mais preocupado com os impactos da crise no Brasil, toma novas atitudes visando contê-la e anuncia novas medidas, podendo ser citadas, entre elas, a criação da MP 442, que permite o Banco Central do Brasil a adquirir carteiras de crédito de instituições financeiras em dificuldade; liberação de R\$3 bilhões do FGTS para o setor de construção civil, redução da taxa de juros na compra de casa própria para pessoas que ganham até R\$2.000,00; além disso, o governo fez cortes nos impostos visando manter mais dinheiro com a população e incentivar o consumo das famílias. O governo do Presidente Lula também implementou uma medida anti-crise, onde o IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) sobre veículos foi reduzido, diminuiu

⁵⁹ PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **NBER oficializa a recessão dos EUA e pontua seu início em dezembro de 2007.** Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1449366&path=/investimentos/>>. Acesso em: 13 out. 2009.

também o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para o consumo e reajustou as tabelas de imposto de renda, injetando assim, mais R\$4,8 bilhões na economia.

Nos EUA, a situação da economia ainda se deteriorava, as vendas no natal bateram recordes de queda, o governo Bush anunciou auxílio no valor de US\$17,4 bilhões para manter Chrysler e General Motor funcionando, evitando assim aumentar o nível de desemprego no país, em seguida, anunciou um mais um auxílio de US\$ 1,9 bilhões para bancos no país⁶⁰.

⁶⁰ INFOMONEY. **Cronologia da Crise:** Relembra os principais eventos do mês de dezembro. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1462777&path=/investimentos/>>. Acesso em: 13 out. 2009..

4 ANÁLISE EMPÍRICA

Nos últimos 20 anos, o desempenho macroeconômico na maioria dos países desenvolvidos e emergentes tem melhorado substancialmente. Em ambos, a inflação e a taxa de crescimento real apresentam-se mais estáveis do que no início dos anos 80. Parte dessa evolução está relacionada ao desenvolvimento dos mercados financeiros, que contribuíram para melhorar a alocação dos recursos financeiros ao setor produtivo da economia (Bekaert ET alii, 1995).

No Brasil, recentemente, o mercado de ações tem recebido muita atenção por parte dos investidores e empresas, haja vista que o mesmo tem se apresentado como uma oportunidade para investidores externos que visem diversificar seus *portfólios*.

Após a implementação do Plano Real, o mercado financeiro brasileiro apresentou um rápido e expressivo desenvolvimento, e, com isso, a capitalização através do mercado de ações apresentou crescimento tanto em termos de volume de negócios como na eficiência alocativa.

No entanto, devido à insegurança quanto às condições macroeconômicas mundiais e sua estrutura financeira, a capitalização por meio do mercado de ações no Brasil tem apresentado certo grau de risco, e como consequência, as ações negociadas na Bolsa de Valores brasileira ficaram vulneráveis às condições econômicas adversas, sejam elas internas ou externas. Isso acarretou diferentes percepções de risco por parte dos investidores e acarretou em certa exposição da moeda nacional a ataques especulativos e exigiu freqüentes intervenções no mercado por parte do governo.

Neste sentido, a presente seção tem por objetivo verificar se houve sinais de inversão de tendência nas expectativas dos agentes em determinadas variáveis macroeconômicas com relação à proximidade dos eventos que marcaram a crise financeira mundial que se iniciou em 2007/2008. Como comentado, o índice Bovespa registrou queda de 60% no pior momento da crise, como ilustrado no Apêndice B.

Segue na seqüência, uma série mensal das expectativas do PIB brasileiro divulgadas pelo Banco Central por meio do Relatório Focus no período que abrange o início de 2007 ao final de 2008. O Relatório Focus é um relatório emitido e elaborado pelo Banco Central, divulgado semanalmente, com todas as projeções de expectativas futuras para os principais indicadores financeiros do mercado brasileiro, que são:

- Índices de Inflação: IPCA, IGP-DI, IGP-M, IPC-FIPE
- Taxa de Câmbio (R\$/US\$)
- Meta da Taxa Selic (% a.a.)
- Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)
- PIB (% de crescimento)
- Produção Industrial (%)
- Conta Corrente (US\$ Bilhões)
- Balança Comercial (US\$ Bilhões)
- Investimento Estrangeiro Direto (US\$ Bilhões)
- Preços Administrados (%)

Toda semana é feita uma avaliação desses indicadores e estabelecida uma expectativa para o ano e para 12 meses, sempre comparando com a semana anterior e o mês anterior. Esse relatório é importante, pois ele demonstra como a economia vai reagindo semanalmente aos eventos de mercado, assim ajudando os gestores a traçar suas estratégias.

Como exemplo, no relatório publicado em 05/01/2007 (primeira divulgação do mês de janeiro) a expectativa do mercado para o crescimento do PIB em 2007 era de 3,5%. Na primeira publicação do mês de maio (04/05/2007), a expectativa para a mesma variável passou para 4,1% e a expectativa para o crescimento da economia brasileira para o ano de 2008 era de 4%.

Utilizou-se na avaliação somente os dados publicados na primeira publicação de cada mês compreendendo o período de janeiro de 2007 a dezembro de 2008 (vinte e quatro publicações do Relatório Focus). Tal método foi aplicado, pois não foram identificadas mudanças significativas nas expectativas dentro do mês.

O objetivo é avaliar se os principais agentes do mercado financeiro brasileiro incorporaram em suas expectativas a possibilidade da crise de 2008 sobre a economia brasileira. Vale ressaltar que, em junho de 2007, a partir de rumores de que alguns *hedge funds*, com ativos garantidos por hipotecas *subprime* tinham sofrido perdas, (como comentado na seção 3) e as próprias agências de risco começaram a rebaixar os *ratings* de alguns títulos vinculados às hipotecas, será feita análise das projeções de alguns dos indicadores divulgados pelo Banco Central, que são: PIB, Produção Industrial, Meta da Taxa Selic e Taxa de Câmbio, para verificar se nas divulgações já seria possível apontar para os investidores possíveis impactos futuros sobre

a economia e o mercado financeiro. Naquele período, em resposta aos primeiros fatos divulgados nos Estados Unidos, o índice Bovespa registrou queda de 22,6% entre julho e agosto de 2007, apresentando uma recuperação na mesma proporção que a queda registrada.

Na ocasião, poderíamos ter a existência de uma bolha racional, até que a crise foi deflagrada em 2008. A respeito do conceito de bolhas, podemos dizer que é uma situação em que o preço de um ativo difere do valor de mercado de seus fundamentos econômicos. Já numa bolha racional, conforme Mishkin (1998), os investidores podem ter expectativas de que a bolha está acontecendo porque o preço do ativo se encontra acima do seu valor fundamental – ou seja, seu valor referente aos fundamentos de mercado -, mas continuam com o ativo assim mesmo. O motivo para manterem o ativo é acreditarem que alguém mais irá comprá-lo por um preço mais alto no futuro. Numa bolha racional, os ativos podem, então, se desviar de seu valor fundamental por um longo tempo, pois o rompimento da bolha não pode ser previsto, não havendo portanto nenhuma oportunidade inexplorada de lucro.

A hipótese é que, a partir de junho de 2007, as expectativas do PIB (% de crescimento) caíssem da mesma forma que as da Produção Industrial (%), meta da taxa Selic (% a.a.) e de um aumento das expectativas de depreciação do Real frente ao Dólar indicada pela Taxa de Câmbio (R\$/US\$).

Tal hipótese alinha-se com a Teoria das Expectativas Racionais, ou seja, conforme Mishkin (1998) “as expectativas serão idênticas às previsões ótimas (a melhor do futuro) utilizando toda a informação disponível”. Assim, com os primeiros eventos relacionados com as hipotecas *subprime* a partir de junho de 2007, espera-se que os agentes incorporem em suas expectativas a possibilidade de uma crise financeira e econômica.

PIB (% de crescimento)

DATA	2007	2008	2009
05/01/2007	3,50	-	-
02/02/2007	3,50	-	-
09/03/2007	3,50	3,50	-
05/04/2007	3,90	3,90	-
04/05/2007	4,10	4,00	-
08/06/2007	4,20	4,00	-
06/07/2007	4,33	4,14	-
10/08/2007	4,60	4,30	-
06/09/2007	4,71	4,40	-
05/10/2007	4,70	4,40	-
09/11/2007	4,70	4,32	-
07/12/2007	4,71	4,30	-
04/01/2008	5,20	4,50	-
08/02/2008		4,50	4,06
07/03/2008		4,50	4,00
04/04/2008		4,60	4,00
09/05/2008		4,66	4,00
06/06/2008		4,77	4,00
04/07/2008		4,80	4,00
08/08/2008		4,80	3,73
05/09/2008		4,80	3,60
10/10/2008		5,23	3,50
07/11/2008		5,23	3,00
05/12/2008		5,24	2,50

Tabela 3: Projeções de crescimento do PIB brasileiro.
Fonte: Banco Central

Como mencionado anteriormente, o Relatório Focus é um relatório emitido e elaborado pelo Banco Central, divulgado semanalmente, com todas as projeções de expectativas futuras para os principais indicadores financeiros do mercado brasileiro.

Toda semana é feita uma avaliação desses indicadores e estabelecida uma expectativa para o ano e para 12 meses, sempre comparando com a semana anterior e o mês anterior. Esse relatório é importante, pois ele demonstra como a economia vai reagindo semanalmente aos eventos de mercado, assim ajudando os gestores a traçar suas estratégias.

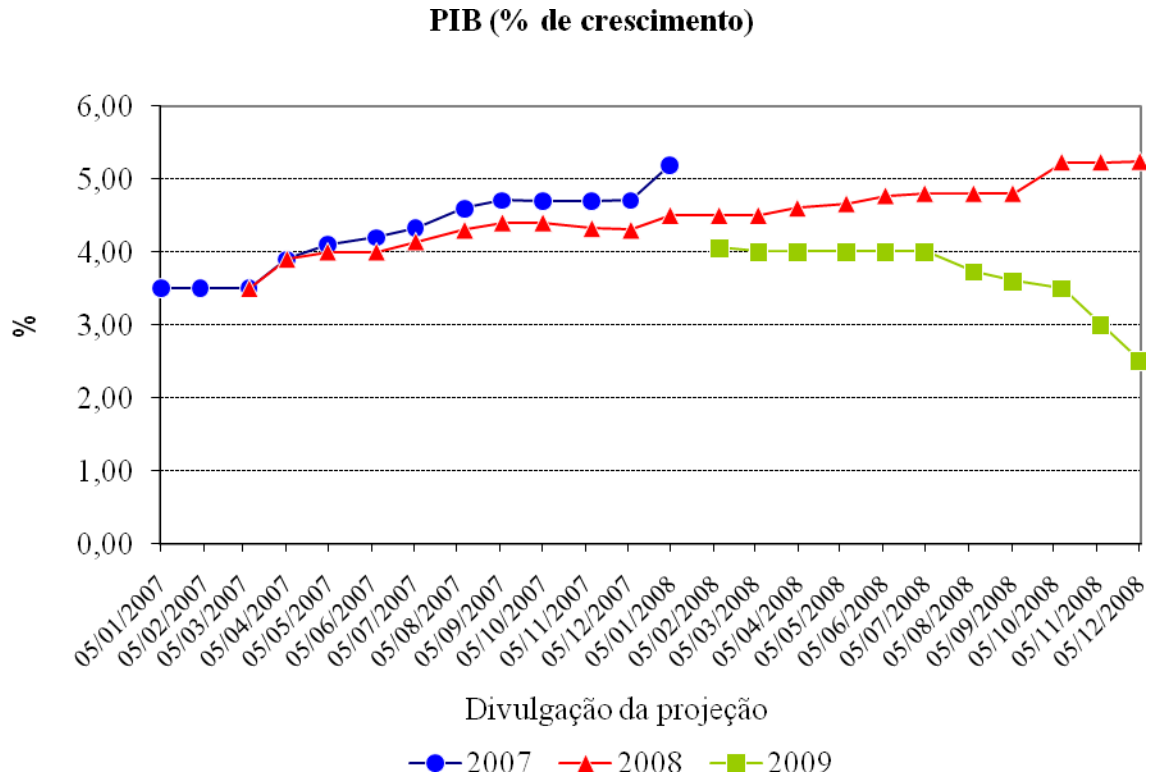


Gráfico 1: PIB

Fonte: Dados primários, 2009.

O gráfico acima mostra a projeção da evolução percentual de crescimento do PIB brasileiro para o ano de 2007, 2008 e em seguida para 2009.

Com base na amostra selecionada, percebemos que a expectativa quanto ao nível de crescimento do PIB nacional varia conforme as expectativas dos agentes, a qual vai sendo alterada a partir de novas informações que vão surgindo em relação ao cenário macroeconômico mundial. Dessa forma, verifica-se que as mudanças nas expectativas acontecerão de maneira lenta, mesmo que sejam levadas em conta todas as informações disponíveis no momento.

Nota-se no gráfico acima que as previsões divulgadas em 2007 para o ano de 2008 e 2009 não mostram inversões de tendência ou mudanças bruscas nas expectativas dos agentes, mesmo com os acontecimentos ocorridos entre junho e agosto de 2007. Já as projeções para 2009, divulgadas a partir de julho de 2008, onde a crise já estava deflagrada e os fatos já estavam sendo divulgados, mostram um forte pessimismo para o nível de crescimento do PIB brasileiro. Hoje, no ultimo relatório divulgado em outubro de 2009, os agentes projetam o PIB desse ano ao nível de crescimento de 0,18%, o que no período de 2008 não era esperado, mesmo tendo apresentado

forte queda ao longo do período analisado, verificando, portanto, uma grande defasagem nas projeções divulgadas.

Cabe ainda dizer, que, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o nível de crescimento efetivo do PIB da economia brasileira em 2007 foi de 5,7%, enquanto em 2008 o crescimento registrado foi de 5,1%.

Abaixo, seguem as projeções das expectativas da Produção Industrial no Brasil no período analisado.

Produção Industrial (% de crescimento)

DATA	2007	2008	2009
05/01/2007	4,00	-	-
02/02/2007	4,00	-	-
09/03/2007	4,00	4,50	-
05/04/2007	3,88	4,35	-
04/05/2007	4,07	4,30	-
08/06/2007	4,30	4,50	-
06/07/2007	4,35	4,50	-
10/08/2007	4,76	4,50	-
06/09/2007	4,98	4,50	-
05/10/2007	5,00	4,50	-
09/11/2007	5,22	4,50	-
07/12/2007	5,70	4,50	-
04/01/2008	5,89	4,60	-
08/02/2008		5,00	4,50
07/03/2008		5,04	4,50
04/04/2008		5,29	4,50
09/05/2008		5,27	4,50
06/06/2008		5,60	4,50
04/07/2008		5,47	4,50
08/08/2008		5,39	4,40
05/09/2008		5,65	4,20
10/10/2008		5,52	4,00
07/11/2008		5,77	3,70
05/12/2008		5,47	3,05

Tabela 4: Projeções do crescimento da produção industrial no Brasil.
Fonte: Banco Central

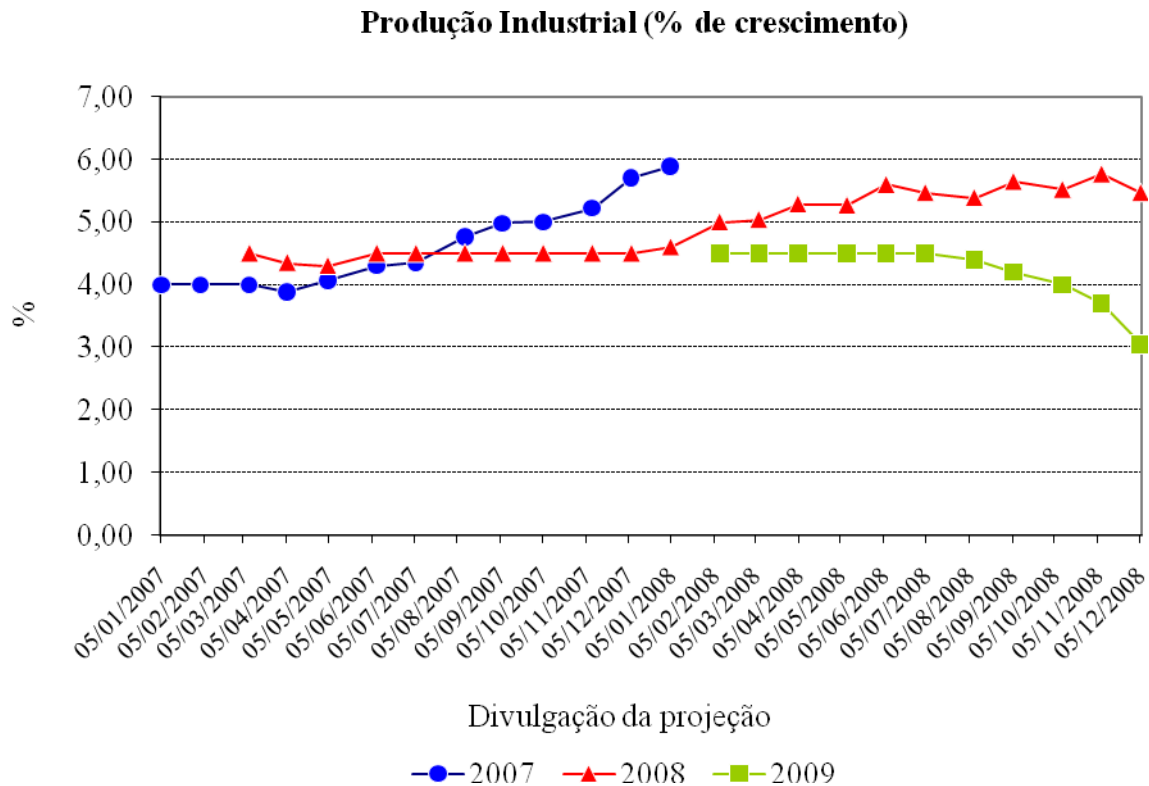


Gráfico 2: Produção Industrial
Fonte: Dados primários, 2009.

No gráfico acima, é apresentado a evolução das expectativas referentes à produção industrial no país. Da mesma forma como as expectativas ligadas ao PIB, os dados de produção industrial também apresentam lentidão para registrarem alterações substanciais razoáveis para mostrar inversões ou mudanças bruscas em sua série, haja vista que somente a partir de julho de 2008 as expectativas se mostram mais pessimistas com relação a 2009.

No que tange ao período dos fatos iniciais dos problemas ligados às hipotecas de alto risco, de junho a agosto de 2007, o indicador não sofre modificações que possam alterar sua tendência de alta. Vale mencionar que, de acordo com o IBGE, em 2007 o crescimento da produção industrial brasileira foi de 5,96% e em 2008 foi registrado queda de 16,31%.

Na última divulgação feita até o momento para o ano de 2009, no dia 30 de outubro do mesmo ano, as expectativas quanto ao nível da produção industrial apresenta retração de 7,57%, o que é suficiente para concluirmos que as projeções anteriores não foram suficientes para identificarem sinais de inversão de tendência nas expectativas desse indicador na economia, uma vez que foram feitas com base em informações que já traziam fatores claros de uma grave

recessão mundial, contrariando dessa forma o conceito das expectativas racionais abordado anteriormente.

Meta Taxa Selic (% a.a.)

DATA	2007	2008	2009
05/01/2007	11,75	-	-
02/02/2007	11,50	-	-
09/03/2007	11,50	10,50	-
05/04/2007	11,50	10,50	-
04/05/2007	11,25	10,00	-
08/06/2007	10,75	10,00	-
06/07/2007	10,75	9,75	-
10/08/2007	10,75	9,75	-
06/09/2007	11,00	10,00	-
05/10/2007	11,00	10,25	-
09/11/2007	11,25	10,25	-
07/12/2007		10,50	-
04/01/2008		10,75	-
08/02/2008		11,25	10,25
07/03/2008		11,25	10,50
04/04/2008		12,50	11,25
09/05/2008		13,25	11,75
06/06/2008		14,00	12,50
04/07/2008		14,25	13,50
08/08/2008		14,75	14,00
05/09/2008		14,75	13,75
10/10/2008		14,75	13,50
07/11/2008		13,75	13,25
05/12/2008		13,75	13,25

Tabela 5: Projeções da meta da taxa Selic.

Fonte: Banco Central

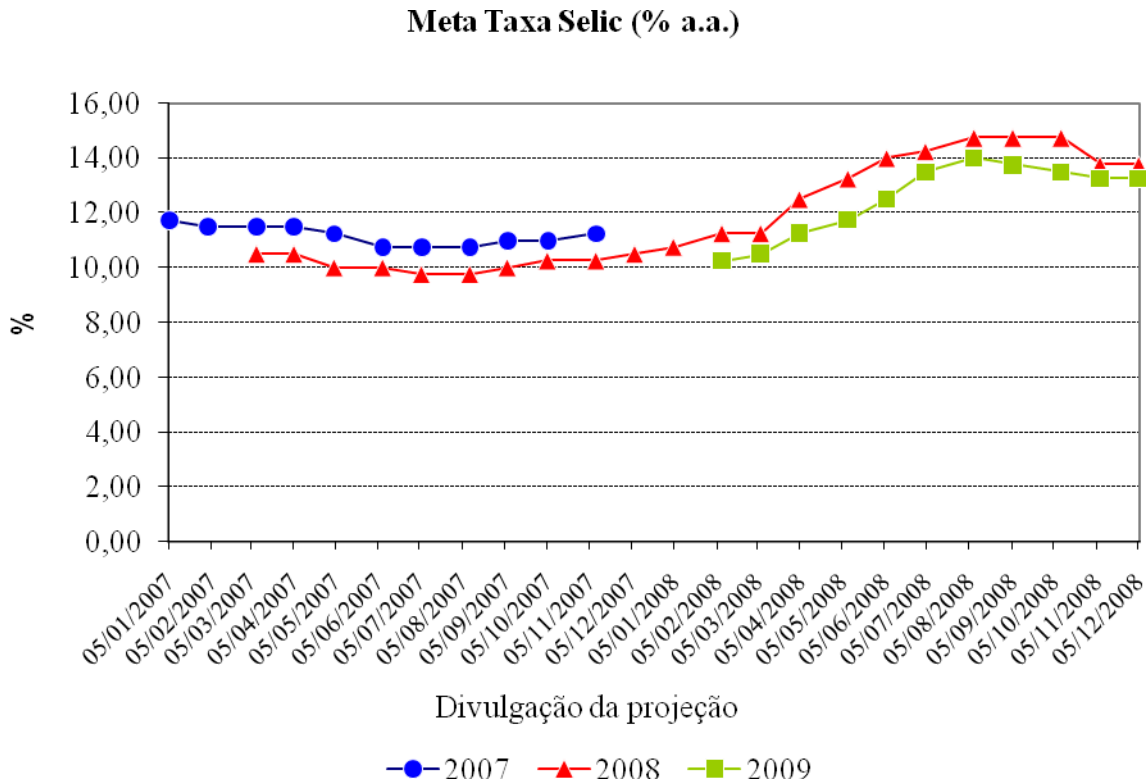


Gráfico 3: Meta Taxa Selic
Fonte: Dados primários, 2009.

De forma semelhante à evolução dos níveis das expectativas referentes ao PIB e produção industrial, a taxa Selic apresenta tendência altista no período analisado.

No entanto, para que fosse possível alguma antecipação da severa recessão econômica qual estamos enfrentando, a meta da taxa Selic deveria se comportar de forma totalmente oposta, ou seja, apresentar uma queda em suas projeções, uma vez que em períodos de crise deveríamos adotar uma política monetária de característica expansionista. De fato, o que ocorre é uma contínua elevação das expectativas quanto à meta da taxa Selic, que chegou a atingir 14,75% (a.a.) para 2008, e 14% (a.a.) para 2009 na primeira divulgação do relatório Focus de mês de agosto de 2008. Entretanto, a taxa selic registrada na última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) no final de 2008 foi de 13,75% (a.a.) enquanto que hoje, outubro de 2009, a taxa Selic está em 8,75% ao ano.

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

DATA	2007	2008	2009
05/01/2007	2,20	-	-
02/02/2007	2,20	-	-
09/03/2007	2,15	2,22	-
05/04/2007	2,10	2,17	-
04/05/2007	2,05	2,10	-
08/06/2007	1,95	2,05	-
06/07/2007	1,92	2,00	-
10/08/2007	1,85	1,95	-
06/09/2007	1,90	1,95	-
05/10/2007	1,85	1,90	-
09/11/2007	1,75	1,85	-
07/12/2007	1,75	1,80	-
04/01/2008		1,80	-
08/02/2008		1,80	1,90
07/03/2008		1,78	1,85
04/04/2008		1,75	1,85
09/05/2008		1,72	1,80
06/06/2008		1,70	1,78
04/07/2008		1,65	1,75
08/08/2008		1,60	1,71
05/09/2008		1,65	1,75
10/10/2008		1,85	1,85
07/11/2008		2,05	2,01
05/12/2008		2,27	2,20

Tabela 6: Projeções da taxa de câmbio.

Fonte: Banco Central

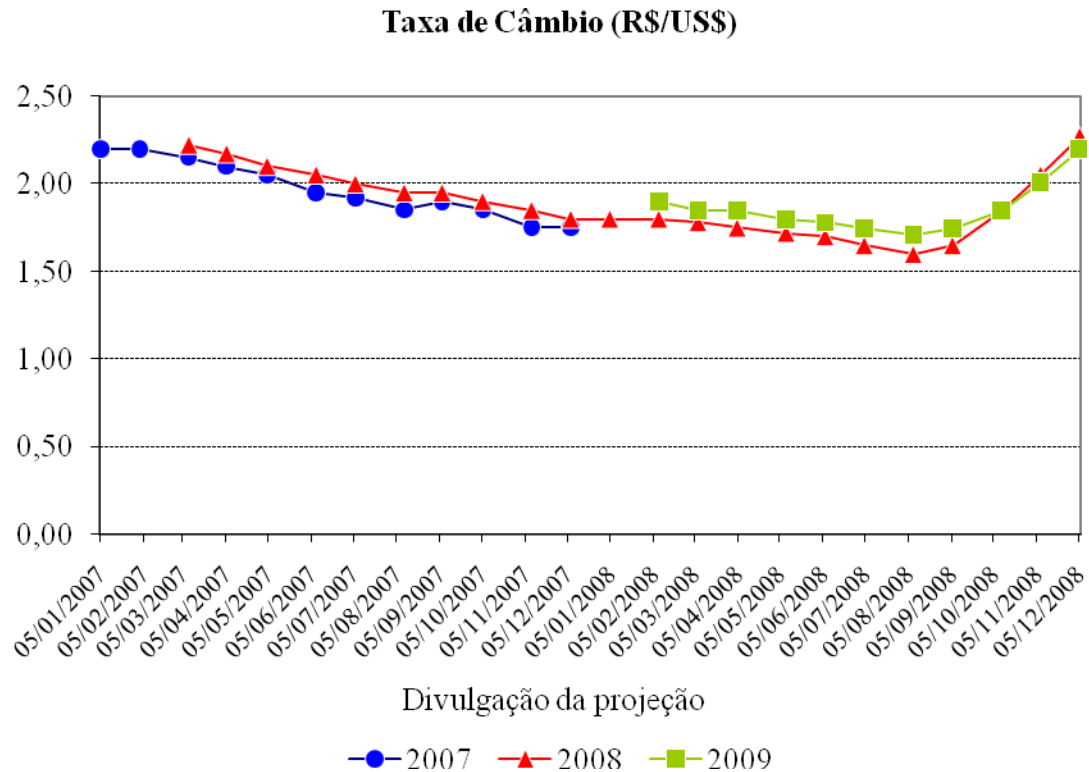


Gráfico 3: Taxa de Câmbio
Fonte: Dados primários, 2009.

No gráfico acima, é apresentado as expectativas referentes à taxa de câmbio. Nota-se nas previsões, uma forte elevação da taxa a partir de setembro de 2008, o que pode ser explicado pela fuga maciça de recursos em dólar do Brasil, que é consequência das dificuldades encontradas pelos investidores estrangeiros que vendem suas posições com intuito de evitar maiores perdas em renda variável e também para buscar maior liquidez em períodos instáveis. Desta forma, o que deveríamos observar nos meses de maior fuga de recursos estrangeiros, - setembro e outubro de 2008 -, seria uma alta nas estimativas da taxa de câmbio. Entretanto, as projeções divulgadas na primeira semana de outubro de 2008 para o final do ano de 2008 ficou em 1,65 (R\$/US\$) e no mês seguinte, a projeção estimava 1,85 (R\$/US\$).

Contudo, a taxa de câmbio chegou próxima a 3,00 (R\$/US\$) nos meses de outubro e dezembro de 2008. Verifica-se, portanto, a impossibilidade de antecipação dos movimentos bruscos de depreciação do Real frente ao Dólar pelas projeções divulgadas pelo Relatório.

Abaixo, analisaremos o efeito das crises ocorridas a partir da década de 90 sobre o Índice Bovespa, comparando as respectivas quedas registradas, bem como o tempo de recuperação de cada uma delas.

Período	Crise	Queda (%)*	Tempo de Recuperação (dias)
1992	Japonesa	62%	360
1994	México	61,3%	420
1997/98	Asiática/Russa	65%	617
1999	Brasileira	22,6%	125
2001	Argentina/Nasdaq	44,2%	700
2008	<i>Subprime</i>	60%	?

Tabela 7: Efeitos causados pelas crises

*Fonte: Software gráfico ProfitChart.

A tabela acima procura comparar os efeitos causados pelas crises ocorridas a partir da década de 1990 pela ótica do percentual de queda registrado em cada uma, bem como o tempo necessário para reaver o nível anterior às crises.

Na tabela, é feita uma comparação dos períodos que abrangeram as principais crises financeiras a partir da década de 90 com as respectivas quedas registradas pelo IBOVESPA e o tempo de recuperação de cada uma delas.

De todas as crises ocorridas a partir de 1990, podemos notar semelhança quanto ao percentual de queda de cada uma delas, com exceção da crise brasileira de 1999 que teve proporções mais “leves” que as demais, onde registrou queda de 22,6%. Já as crises que tomaram proporções mais alarmantes no cenário mundial, registraram quedas da ordem de 60%, mesma grandeza registrada na crise que estamos vivenciando hoje.

Em 2001, com a crise argentina e o agravamento do cenário com o estouro da bolha da Nasdaq nos Estados Unidos, foi registrado queda de 44,2% no índice Bovespa, quase 20% a menos do que a média das demais, o que pode ser explicado pelo argumento de melhores condições no que diz respeito à solidez da economia brasileira comparativamente as demais, em períodos anteriores. Em contrapartida, o tempo de recuperação foi bastante elevado, o que pode ser justificado pela junção de fatores negativos no período, como por exemplo, os ataques terroristas nos Estados Unidos em setembro de 2001.

Quanto ao tempo de recuperação de cada uma delas, vale ressaltar que a Grande Depressão de 1929, que registrou queda da ordem de 89% no índice Dow Jones, levou 25 anos para retomar o patamar anterior à crise. Na época, não existia Índice Bovespa para fins da mesma análise.

Atualmente, a crise iniciada nos Estados Unidos em 2007/2008 que se alastrou pelo mundo todo, é considerada a mais grave desde a Grande Depressão. Entretanto, estamos vivenciando uma recuperação rápida e consistente até o momento, onde, pouco mais de um ano depois, praticamente já retomamos o patamar anterior à crise, uma vez que o IBOVESPA se encontrava em níveis de 74.000 pontos em maio de 2008, logo após a elevação da nota de risco concedida ao Brasil por duas das três agências de *rating*⁶¹ antes de iniciar a trajetória de queda que chegou a atingir patamar de 60%. No momento, o patamar mais alto registrado pelo Índice Bovespa em 2009 foi 67.200 pontos, 9% abaixo da máxima histórica atingida no nível anterior à crise. (Vide Apêndice A)

⁶¹ As agências de notação de risco são também designadas por agências de *rating*. Pretendem fornecer aos investidores informação que os ajude a avaliar os riscos associados a um determinado título ou país, e contribuir para baixar o custo suportado pelos emitentes na captação de capitais.

5 CONCLUSÕES

Depois da turbulência enfrentada em 2001 pelas empresas “pontocom” e o estouro da bolha da Nasdaq, o banco central norte americano passou a reduzir sua taxa de juros a fim de baratear empréstimos e financiamentos e encorajar consumidores e empresas a voltarem a consumir. Com a volta do consumo da população, e com o setor de imóveis aquecido, os preços destes começaram a subir, uma vez que viraram fonte de investimento, comprando-se barato para revender a preços mais elevados no futuro. Com isso, a procura por hipotecas aumentaram, ou seja, os americanos pediam empréstimos aos bancos dando como garantia de pagamento suas próprias casas. Grandes empresas hipotecárias começaram a emprestar dinheiro para uma classe de mau pagadores e mesmo de inadimplentes, a chamada “subprime”. Neste caso, com uma parcela de risco maior, os lucros para quem emprestava também eram maiores.

A partir de 2001, as financiadoras deste segmento começaram a “empacotar” este crédito e venderam estas carteiras para bancos de investimento. Desta forma, elas recebiam o valor antecipado das operações, e os investidores recebiam o valor emprestado somado dos juros que, no segmento *subprime*, é bem maior. Este retorno atraiu gestores de fundos e bancos em busca de retornos mais elevados.

Com o posterior aumento dos juros pelo *Federal Reserve*, o consumo diminuiu e os preços dos imóveis começaram a cair. Com o aumento da inadimplência devido a um crescimento menor da economia e aumento de desemprego, as pessoas deixaram de pagar as hipotecas. Neste cenário, de crise de confiança, os bancos não emprestavam mais recursos entre si, fazendo com que o valor dos títulos lastreados em hipotecas despencassem. A partir daí, as hipotecas que deixaram de ser pagas espalham prejuízo e desconfiança por toda cadeia daqueles que compraram títulos lastreados em hipotecas.

Em um cenário onde as pessoas consomem menos, e conseqüentemente, havendo mais oferta que demanda, o preço das commodities começaram a cair. Com isso, tivemos um cenário com menos dinheiro em circulação, menos crédito à população, mais desemprego e menos consumo, a chamada recessão.

O presente trabalho teve por objetivo, portanto, realizar um estudo para verificar se há possibilidade de antecipar ou prever os movimentos de queda causados pela crise financeira mundial no índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA).

A hipótese é que, a partir de junho de 2007, onde os primeiros acontecimentos a respeito da crise começaram a surgir, verificar se seria possível identificar sinais de inversões nas tendências das expectativas dos agentes responsáveis pelas projeções divulgadas pelo Banco Central por meio do Relatório Focus.

Com base nas comparações feitas a respeito das crises anteriores, podemos notar que com a piora do cenário econômico mundial, as expectativas das variáveis macroeconômicas se alteram juntamente com as informações disponíveis da situação econômica brasileira e mundial naquele momento. Desta forma, verifica-se que não é transmitido “sinais” de deterioração por meio de inversões de tendência ou oscilações bruscas nas estimativas futuras das variáveis analisadas antecipando o agravamento da crise, haja vista que as expectativas nas variáveis macroeconômicas são sentidas de forma lenta e gradual pelos agentes econômicos responsáveis por tal análise divulgadas nos relatórios semanais do Banco Central do Brasil.

Foi verificado uma semelhança quanto aos percentuais de queda do Índice Bovespa nas crises consideradas mais graves, onde quatro das seis crises analisadas na Tabela 7 apresentaram quedas da ordem de 60%, que foi a desvalorização registrada pelo índice da Bolsa brasileira na atual crise econômica que estamos passando.

As expectativas das variáveis analisadas, portanto, não foram suficientes para antecipar os movimentos de queda apresentado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Para trabalhos futuros, sugere-se pesquisa com relação aos setores mais atingidos pela crise econômica de 2008, bem como o estudo de variáveis não utilizadas na análise do presente estudo, como Investimento Estrangeiro Direto, Conta Corrente, e Dívida Líquida do Setor Público.

Outra sugestão para trabalhos futuros poderia ser no sentido de analisar a respeito das aberturas de capital em bolsa durante os períodos da crise de 2008.

REFERÊNCIAS

AE Broadcast. Software que fornece cotações e gráficos de ações. Versão paga fornecida pela empresa Agência Estado.

ASCHINGER, Gerhard. A Natureza das Crises Financeiras. **Reuna**. Belo Horizonte, n. 3, Março de 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

BBC. Uma cronologia depois da crise mundial. Disponível em:<http://www.bbc.co.uk/portuguese/interatividade/2009/09/090904_aftershock_timeline.shtml>. Acesso em: 10 out. 2008.

BOCARDI, Rodrigo; MORRONE, Giuliana. **Bovespa interrompe o pregão duas vezes no dia.** Disponível em: <<http://g1.globo.com/jornalhoje/0,,MUL787640-16022,00-BOVESPA+INTERROMPE+O+PREGAO+DUAS+VEZES+NO+DIA.html>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

BOVESPA. **Participação das empresas no Índice Bovespa.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaCarteiraP.asp?>>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

BERNANKE, Ben S.. **Essays on the Great Depression.** 2. ed. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2004.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Evolução do comércio exterior brasileiro e mundial.** 2008. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=1486&refr=608>>. Acesso em: 12 set. 2008.

BRENER, Jayme. **1929: a crise que mudou o mundo.** 3. ed. São Paulo: Ática, 2006.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CME GROUP. Disponível em: <http://www.nymex.com/lsc0_fut_cso.aspx>. Acesso em: 18 mar. 2009.

CRUZ, Conrado Mazzoni. **Vendas de carros na China dão maior salto desde 2006 e animam mercados**. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1618436&path=/investimentos>>. Acesso em: 21 out. 2009.

COOKE, Kristina. **Recessão econômica atual será a pior desde 1930, diz Greenspan**. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/agencias/reuters/reuters-negocios/detail/recessao-economica-atual-sera-pior-1930-diz-greenspan-273020.shtml>>. Acesso em: 26 set. 2009.

CHANCELLOR, Edward. **Salve-se Quem Puder: Uma História da Especulação Financeira**. 2. ed.. 229 p. Tradução: Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia Das Letras, 2008.

ECONOMIANET. **Dicionário de Economia**. Disponível em: <http://www.economiabr.net/dicionario/economes_r.html>. Acesso em: 03 mar. 2009.

CARVALHO, Fernando J; CARDIM de. A Crise Financeira Mundial e seus Reflexos sobre o Brasil. **Boletim de Conjuntura**. Rio de Janeiro, v 18, n. 3, out. 1998.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE. Disponível em: <<http://www.djaverages.com/>>. Acesso em: 07 out. 2009.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE LEARNING CENTER. Disponível em: <<http://www.djindexes.com/DJIA110/learning-center/>>. Acesso em: 03 mar. 2009.

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot. **Dicionário de termos financeiros e de investimento**. São Paulo: Nobel, 1993.

ENFOQUE. **Poster eletrônico Ibovespa Enfoque**. Disponível em: <http://www.enfoque.com.br/poster/ibovespa/view_ibovespa_enfoque.aspx>. Acesso em: 07 mar. 2009.

ESTADAO. **De olho nos sintomas da crise econômica.** Disponível em:
<<http://www.estadao.com.br/especiais/de-olho-nos-sintomas-da-crise-economica,35485.htm>>.
Acesso em: 07 mar. 2009.

FOLHAONLINE. **FED Reduz Taxa de Redesconto para 3,25%.** Disponível em:
<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u382550.shtml>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

FORBES. **The world's Billionaires.** Edited by Luisa Kroll, Matthew Miller and Tatiana Serafin.
Disponível em: <http://www.forbes.com/2009/03/11/worlds-richest-people-billionaires-2009-billionaires_land.html>. Acesso em: 22 mar. 2009.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States, 1867 - 1960.** 5. ed. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2008.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalism and Freedom.** Edição especial do Quadragésimo aniversário Chicago, Il, Eua: The University Of Chicago Press, 2002.

FEDERAL RESERVE BOARD. Disponível em:
<<http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm>>. Acessado em 18 de março de 2009.

G1. **Operações são suspensas no mercado da Rússia.** Disponível em:
<<http://g1.globo.com/Noticias/Mundo/0,,MUL790010-5602,00-OPERACOES+SAO+SUSPENSAS+NO+MERCADO+DA+RUSSIA.html>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash 1929: The Classic Study of That Disaster.** 4. ed. Nova Iorque: Penguin Books, 1975.

GREENSPAN, Alan. **A Era da Turbulência: Aventuras em um Novo Mundo.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GREMAUD, Amaury Patrick et al. **Manual de economia professores da USP.** 5. ed. 444 p. Organizadores: Diva Benevides, Marco Antonio Sandoval de Vasconcellos. São Paulo: Saraiva, 2005.

KAHIL, Gustavo. **BCs implementam cortes extraordinários nas taxas básicas de juros.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1372563&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. **Journal of Money, Credit, and Banking**, v. 11, n. 3, 1979.

MEIRELLES, Henrique. **Economia do Brasil inicia processo de retomada da atividade.**

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1586628&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

MISHKIN, F. S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

HOBSBAWN, Eric. **A Era dos Extremos: O Breve Século XX. 1914 - 1991**. 2. ed. São Paulo: Companhia Das Letras, 2008.

INFOMONEY. **Imóveis nos EUA perderam US\$3,3 trilhões em valor de mercado no último ano.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1494931&path=/investimentos/>>. Acesso em: 17 out. 2009.

INFOMONEY. **Inadimplência das empresas cai 12,7% em agosto, sinal de início de estabilidade.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1681593&path=/investimentos/>>. Acesso em: 23 out. 2009.

INFOMONEY. **Economia dos Estados Unidos mostra sinais de estabilidade, afirma Timothy Geithner.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1586245&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. **IBGE: produção industrial cai 17,2% em janeiro na comparação com 2008.**

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1518193&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. **FMI deve estimar em US\$4 tri de perdas nos balanços dos bancos no mundo.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1548225&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. FDIC informa quebra de mais 3 bancos nos EUA, somando 98 baixas em 2009. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1686714&path=/investimentos/>>. Acesso em: 24 out. 2009.

INFOMONEY. Copom põe fim a série de cortes no juro e mantém a taxa Selic em 8,75% ao ano. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1663634&path=/investimentos/>>. Acesso em: 23 out. 2009.

INFOMONEY. EUA perde menos vagas de emprego, mas mercado de trabalho está longe do ideal. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1593724&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. Copom opta por corte de 150 pontos-base na Selic, agora em 11,25% ao ano. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1521825&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. Déficit da balança comercial dos EUA é menor que o esperado em agosto. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1690972&path=/investimentos/>>. Acesso em: 24 out. 2009.

INFOMONEY. Cronologia da Crise: Relembre os principais eventos do mês de dezembro. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1462777&path=/investimentos/>>. Acesso em: 13 out. 2009.

INFOMONEY. Cronologia da crise: Relembre os principais eventos do mês de julho. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1447185&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

INFOMONEY. Cronologia da crise: acompanhe os principais eventos do mês de outubro. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1683677&path=/investimentos/>>. Acesso em: 7 out. 2009.

INFOMONEY. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1213218&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

INFOMONEY. **Cronologia da crise:** confira os principais eventos do mês de janeiro. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1475625&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 out. 2009.

INFOMONEY. **Cronologia da crise:** Relembre os principais eventos no mês de novembro.

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1423743&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

INFOMONEY. **Comissão no congresso dos EUA aprova novas regras para o mercado de derivativos.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1694431&path=/investimentos/>>. Acesso em: 24 out. 2009.

INFOMONEY. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1245745&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

INFOMONEY. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1243594&path=/investimentos/>>. Acesso em: 01 out. 2009.

INFOMONEY. **Mais otimista, Geithner diz que economia está melhor do que se esperava no início.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1624420&path=/investimentos/>>. Acesso em: 21 out. 2009.

INFOMONEY. **Moody's eleva rating do Brasil para patamar "Grau de investimento".**

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1678422&path=/investimentos/noticias/>>. Acesso em: 24 out. 2009.

INFOMONEY. Nível da atividade industrial nos EUA cai menos do que o esperado no mês de abril. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1564818&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. PIB brasileiro cai 3,6% no quarto trimestre, o pior resultado em 12 anos.

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1520257&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. PIB brasileiro cresce 1,9% no segundo trimestre em relação ao anterior.

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1669776&path=/investimentos/noticias/>>. Acesso em: 24 out. 2009.

INFOMONEY. PIB dos Estados Unidos recua 6,3% no quarto trimestre de 2008. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1533675&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. PIB dos EUA recua 0,7% no segundo trimestre de 2009. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1683505&path=/investimentos/>>. Acesso em: 23 out. 2009.

INFOMONEY. JPMorgan projeta tempos difíceis para 2009 e só vê recuperação após dois anos. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1422926&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

INFOMONEY. PIB dos EUA recua 5,5% no primeiro trimestre de 2009. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1607284&path=/investimentos/>>. Acesso em: 20 out. 2009.

INFOMONEY. PIB dos EUA revela contração de 5,7% no primeiro trimestre do ano.

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1587884&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

INFOMONEY. **Cronologia da crise**: relembre os principais eventos no mês de outubro

Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1406943&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

INFOMONEY. **CVM passa a exigir mais detalhes sobre exposição das companhias aos derivativos**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1407552&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. **Journal of Money, Credit, and Banking**, v. 11, n. 3, 1979.

MIRANDA, Felipe Abi-Acl de. **Norte-americanos perderam US\$1,3 trilhão de riqueza no primeiro trimestre**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1597566&path=/investimentos/>>. Acesso em: 20 out. 2009.

OLIVEIRA, Vitor Silveira Lima. **Fed anuncia novas regras para o financiamento imobiliário nos EUA**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1228455&path=/investimentos/>>. Acesso em: 10 out. 2009.

PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **Mercado ignora bom início de semana e volta à rotina de bruscas desvalorizações**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1404328&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **NBER oficializa a recessão dos EUA e pontua seu início em dezembro de 2007**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1449366&path=/investimentos/>>. Acesso em: 13 out. 2009.

PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **Ações da General Motors voltam a despencar e fecham no menor nível desde 1950**. Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1383885&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

PEREIRA, Roberto Altenhofen Pires. **Conjunto de medidas rende recordes históricos e quebra rotina negativa do mercado.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1393269&path=/investimentos/>>. Acesso em: 11 out. 2009.

PEREIRA, Wagner Pinheiro. **24 de Outubro de 1929: A quebra da bolsa de Nova York e a Grande Depressão.** São Paulo: Companhia Editora Nacional, 2006.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PORTAL EXAME. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/agencias/reuters/reuters-negocios/detail/recessao-economica-atual-sera-pior-1930-diz-greenspan-273020.shtml>>. Acesso em: 26 set. 2009.

PORTAL EXAME. **EUA vão perder US\$ 3,6 trilhões com crise do crédito.** Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/financas/eua-vao-perder-us-3-6-trilhoes-crise-credito-diz-roubini-416088.html>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

PORTAL EXAME. **O pior da crise ainda está por vir, diz o economista Nouriel Roubini.** Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/financas/pior-crise-ainda-esta-vir-diz-economista-nouriel-roubini-407072.html>>. Acesso em: 05 dez. 2008.

PORTAL EXAME. **Ibovespa cai 10% e volta a nível de setembro de 2006.** Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/ae/financas/ibovespa-cai-10-volta-nivel-setembro-2006-158720.shtml>>. Acesso em: 07 mar. 2009.

PORTAL EXAME. **Um ano mais fraco para os IPOs.** Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0911/financas/m0150926.html>>. Acesso em: 5 out. 2009.

PROFITCHART. Software que fornece gráficos e cotações de ações. Versão paga fornecida pela empresa Nelógica.

RIBEIRO, Rafael de Souza. **América Latina irá se recuperar antes dos países desenvolvidos, prevê FMI.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1568051&path=/investimentos/>>. Acesso em: 18 out. 2009.

RIBEIRO, Rafael de Souza. **Recuperação ganha força e mercados mundiais registram melhor trimestre da história.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1610373&path=/investimentos/>>. Acesso em: 20 out. 2009.

RIBEIRO, Rafael de Souza. **PIB do Reino Unido retrai 0,5% e bolsas européias despencam mais de 8%.** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1413432&path=/investimentos/>>. Acesso em: 12 out. 2009.

SALANT, S.; HENDERSON, D. Market anticipation of government policy and the price of gold. **Journal of Political Economy**, 86, p. 627-648, 1978.

SOROS, George. **O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros: A Crise Atual e o que Ela Significa.** Rio de Janeiro: Agir, 2008.

APÊNDICES

APÊNDICE A: Evolução índice Bovespa de 1992 a outubro de 2009.



Fonte: Profitchart.

APÊNDICE B: Queda do índice Bovespa em 2008.



Fonte: AE Broadcast