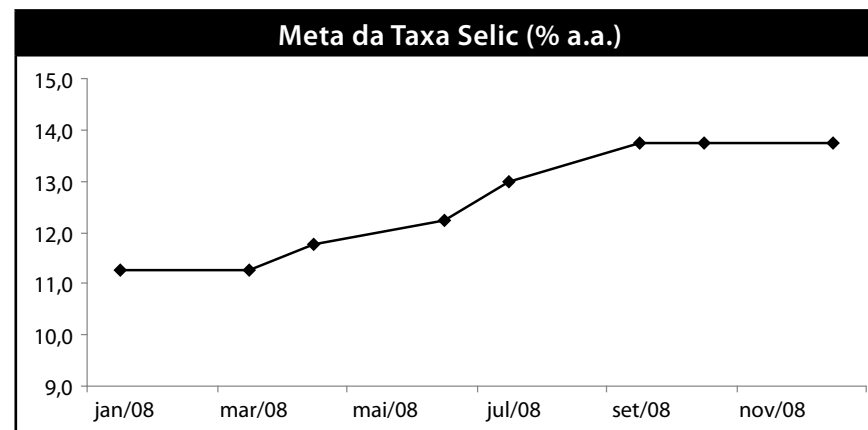


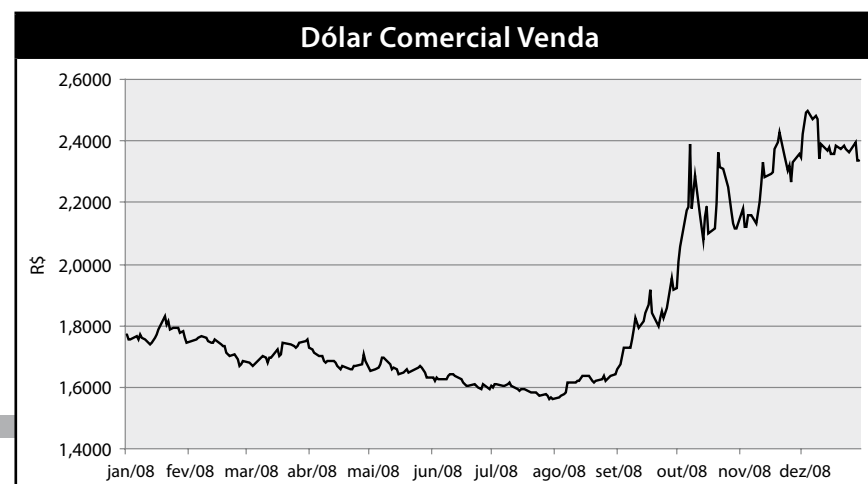
Os impactos da crise de crédito e a realocação de ativos no mercado financeiro brasileiro

No mercado financeiro doméstico, o ano de 2008 pode ser dividido em dois períodos com características bastante distintas: nos primeiros meses, houve entrada líquida de recursos externos, valorização do câmbio, relativa estabilidade das taxas de juros e alta da Bolsa de Valores. Já a partir de maio, como resultado do avanço da crise de crédito norte-americana, iniciou-se o processo de saída de recursos de investidores estrangeiros, com intensa desvalorização cambial, queda generalizada do preço dos ativos financeiros e elevação do patamar dos juros - a meta para a Taxa Selic estabilizou-se em 13,75% até dezembro de 2008. Com isso, também os investidores domésticos passaram a migrar seus recursos para investimentos mais conservadores, priorizando, acima de tudo, aplicações com elevada liquidez.

O agravamento da crise norte-americana, principalmente a partir da falência do Banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, provocou o encolhimento acentuado da liquidez internacional, fazendo com que o Brasil sofresse ainda mais a restrição de acesso aos recursos externos. Internamente, dado o aumento da percepção de risco, houve empobrecimento da liquidez no sistema financeiro, forte elevação das taxas de colocação de títulos privados e empréstimos bancários e dificuldade de repasse de recursos entre as instituições financeiras, e entre estas e as empresas.

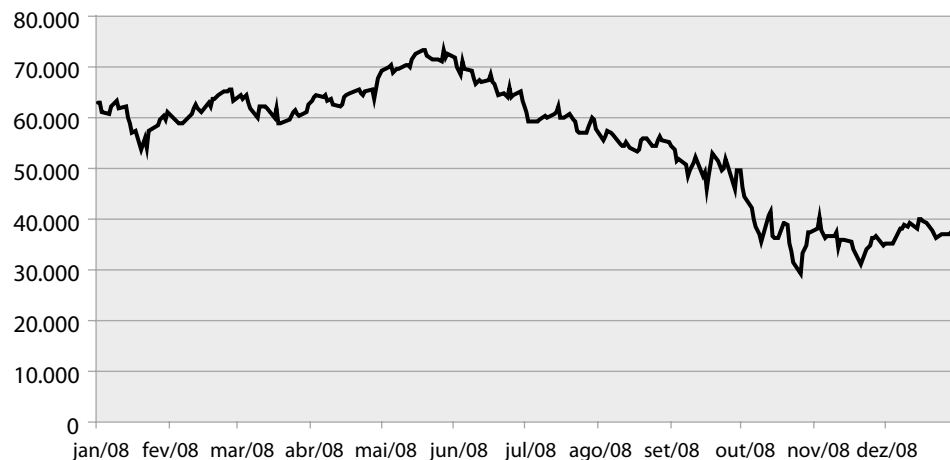


Fonte: Banco Central.



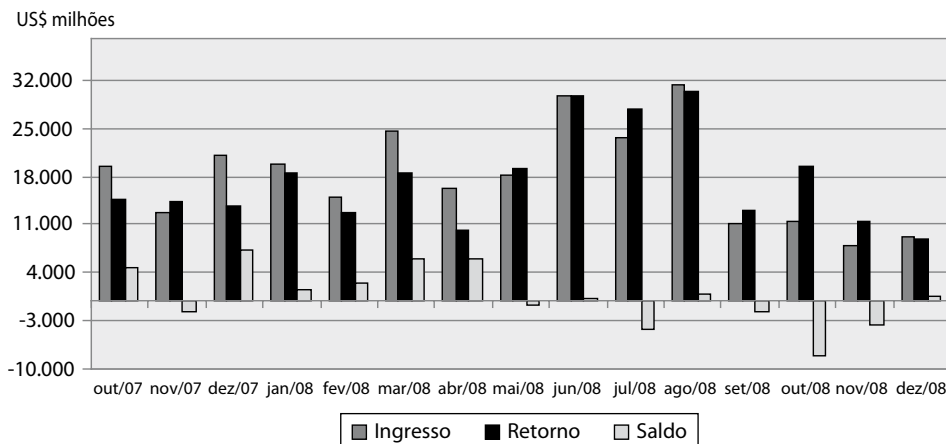
Fonte: Banco Central.

Índice Bovespa



Fonte: Bovespa.

Investimentos Estrangeiros em Portfólio (US\$ milhões)



Fonte: CVM.

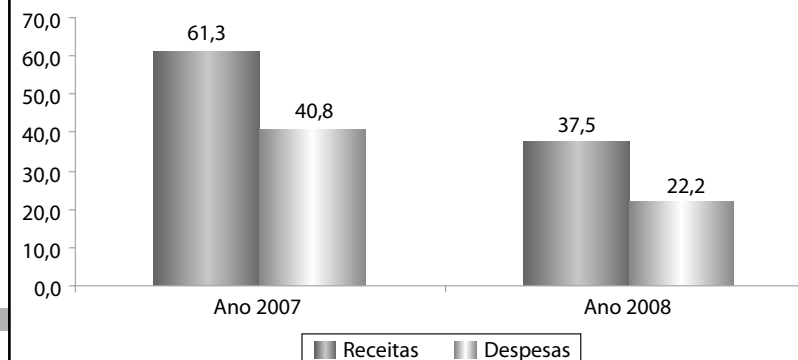
Em contraste com a desvalorização de 10,1% em relação ao real verificada nos seis primeiros meses do ano, a moeda norte-americana valorizou-se 46,8% a partir do início de julho, sendo cotada a R\$ 2,3370 no último dia de dezembro. O mesmo comportamento foi observado no mercado de ações: o Ibovespa acumulou variação positiva de 1,8% no primeiro semestre, enquanto, no segundo, registrou queda de 42,2%, sinalizando a intensa saída de recursos estrangeiros. De acordo com dados divulgados pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários, o saldo de recursos estrangeiros em investimentos em carteira, que

já vinha apresentando níveis negativos desde maio, recuou ainda mais em julho, tendo gerado um resultado líquido negativo recorde de US\$ 8 bilhões em outubro.

Também no que diz respeito aos investimentos estrangeiros no mercado de renda fixa, os dados divulgados pelo Banco Central referentes a 2008 sinalizaram uma mudança de patamar nos níveis de entrada de recursos, reduzidos praticamente à metade quando comparados ao ano anterior.

A escassez de recursos no mercado internacional, ao mesmo tempo em que provocou a saída de divisas dos mercados financeiros domésticos, paralisou o mercado de captações externas por parte de companhias e instituições financeiras bra-

Entradas e Saídas de Investimentos Estrangeiros no Mercado de Renda Fixa Doméstico (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central.

A alternativa de captação das instituições financeiras passou a se concentrar nos CDB. Tal movimento já vinha sendo observado no primeiro semestre, mas acentuou-se no segundo semestre, com o aumento da necessidade de funding por parte das instituições financeiras e a preferência dos investidores por ativos mais líquidos

sileiras. Segundo o Banco Central, o volume total captado em títulos de médio e longo prazos por empresas de todos os setores da economia recuou 52% ante o ano anterior. Na comparação entre os meses de dezembro de 2008 e 2007, a maior retração ocorreu no setor de serviços financeiros, que tradicionalmente responde por elevado nível de captações em *bonds* no mercado internacional: 93% (na comparação entre os anos de 2007 e 2008, a redução foi de 54%).

Nesse contexto, a alternativa de captação das instituições financeiras passou a se concentrar nos CDB – ainda que, em face do ambiente de incerteza, tal possibilidade tenha se restringido às instituições de grande porte, que se apresentavam como alternativa de aplicação mais sólida. Tal movimento já vinha sendo observado no

primeiro semestre de 2008, mas acentuou-se no segundo semestre, com o aumento da necessidade de *funding* por parte das instituições financeiras

Captação de Empresas Brasileiras no Mercado Externo em Títulos de Médio e Longo Prazos (US\$ milhões)				
	Dez 2007	Dez 2008	2007	2008
Total	1.286	579	15.184	7.216
Agricultura, Pecuária e Extrativa Mineral	-	-	3	-
Indústria	-	383	628	880
Serviços	1.286	196	14.553	6.336
Serviços Financeiros e Atividades Auxiliares	1.286	91	10.405	4.796

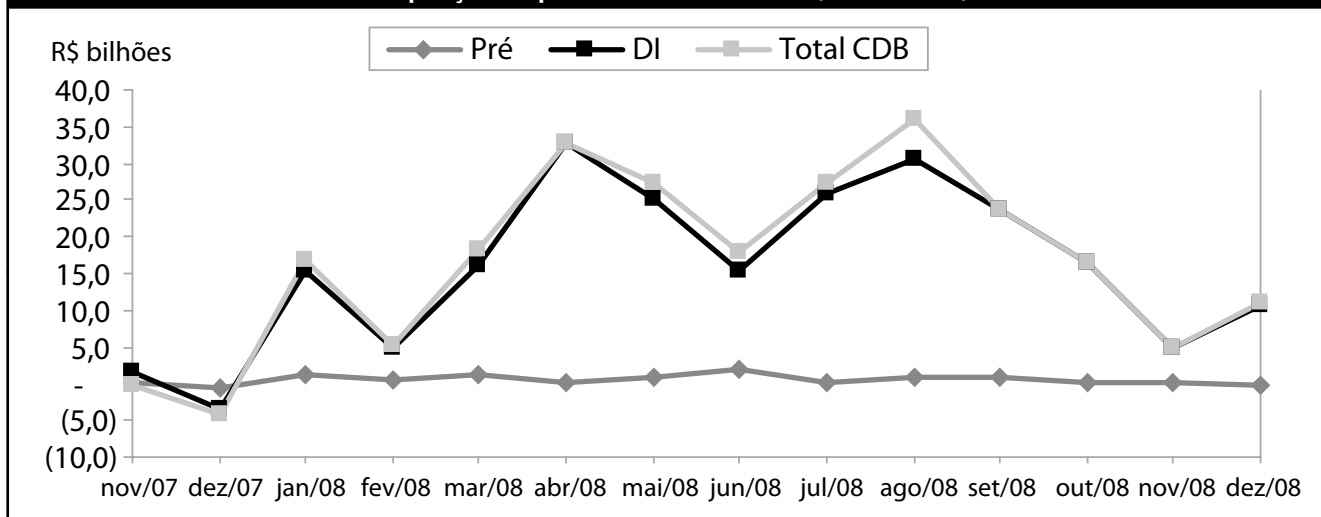
Obs.: Exclui bônus da República. Compreende somente operações superiores a US\$1 milhão.
Fonte: Banco Central.

e a preferência dos investidores por ativos mais líquidos. As captações concentraram-se principalmente no segmento flutuante, caracterizadas, em sua maioria, por depósitos remunerados à Taxa DI. Cabe ressaltar, ainda, o expressivo crescimento da classe de CDB subordinados registrados na Cetip, cujo estoque passou de R\$ 36 bilhões em

dezembro de 2007 para R\$ 48 bilhões no final de 2008. Dentre as razões para tal expansão, é possível destacar, do lado dos investidores, a busca por aplicações com taxas efetivas mais altas. Vale notar que o CDB subordinado não está sujeito ao FGC – Fundo Garantidor de Crédito e ao recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, o que reduz o custo de captação das instituições financeiras, que passam a oferecer uma rentabilidade mais atrativa aos potenciais aplicadores.

Já pelo lado das instituições, a motivação poderia ser a necessidade de ampliação do prazo de suas operações passivas para adequar à distensão observada em seus ativos. Além disso, vale lembrar que o CDB subordinado pode integrar o Nível II do PR – Patrimônio de Referência das instituições financeiras,

Captação Líquida Mensal de CDB (R\$ bilhões)



Fonte: Banco Central.

desde que, entre outras características definidas na Resolução nº 3.444/07 do CMN, tenha prazo efetivo de vencimento de, no mínimo, cinco anos, não podendo prever pagamento de amortizações antes de decorrido esse período nem resgate por iniciativa do credor.

De acordo com os dados divulgados pela indústria de fundos de investimento, somente no último quadrimestre do ano houve uma saída de recursos de aproximadamente R\$ 40 bilhões, com destaque para os fundos de renda fixa, que perderam R\$ 39 bilhões. No mesmo período,

os CDB apresentaram captação líquida de R\$ 51,6 bilhões, e a poupança, de R\$ 9,1 bilhões, evidenciando a preferência dos investidores brasileiros por mercados mais conservadores e líquidos e operações referenciadas a taxas de juros de curto prazo. A volatilidade que recaiu sobre os ativos com maior exposição às taxas de juros e sobre as ações também catalisou esse redirecionamento.

Entretanto, foi boa a performance, no final de 2008, dos ativos com parcela prefixada. Somente nos dois últimos meses do ano, o IRF-M e o

Acumulado de Setembro a Dezembro/2008 (R\$ milhões)

	Aplicações	Resgates	Captação Líquida
Curto Prazo	118.835,36	124.736,18	(5.900,82)
Referenciado DI	149.893,22	158.556,54	(8.663,32)
Renda Fixa	173.552,77	212.794,29	(39.241,52)
Multimercados	115.683,09	119.033,61	(3.350,51)
Cambial	466,75	637,88	(171,13)
Dívida Externa	142,91	288,11	(145,19)
Ações	12.470,74	13.666,19	(1.195,46)
Previdência	28.820,03	24.621,64	4.198,39
FIDC	32.341,27	28.977,87	3.363,40
Participações	10.803,91	4,88	10.799,03
Total	643.010,05	683.317,18	(40.307,13)
CDB			51.600,00
Poupança			9.144,00

Fontes: Anbid e Banco Central.

IMA-B, carteiras teóricas do conjunto de títulos da dívida do Tesouro prefixados e atrelados ao IPCA, apresentaram retornos de 7,46% e 9,64%, respectivamente, com a reversão das expectativas negativas pós-crise para a trajetória das taxas de juros reais e da inflação.

A aversão ao risco fez com que a indústria de *hedge funds* fosse uma das categorias mais afetadas em 2008. O IHFA - Índice de Hedge Funds ANDIMA registrou expressiva queda de patrimônio líquido dos fundos da classe multimercado que compõem sua carteira teórica, que passou de

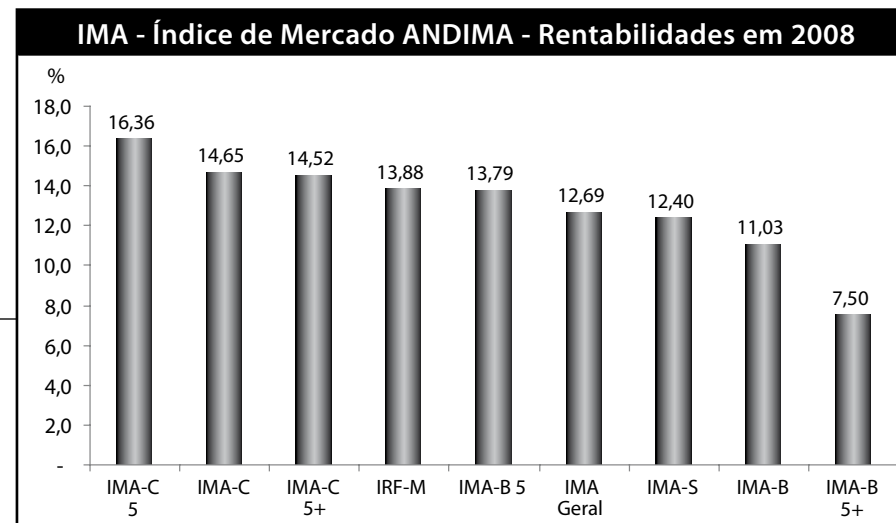
quase R\$ 50 bilhões no final de 2007 para cerca de R\$ 23 bilhões em dezembro de 2008. Tal movimento resultou de uma baixa performance ao longo de quase todo o ano e da expressiva volatilidade no período. Vale ressaltar, no entanto, que a reavaliação das curvas de juros e a diminuição das perdas com ações nos últimos dois meses do

Captação Líquida - Fundos de Investimento		
	1º Semestre 2008	2º Semestre 2008
Curto Prazo	12.660,45	-8.360,93
Referenciado DI	4.267,16	-10.369,89
Renda Fixa	-10.521,31	-53.559,73
Multimercados	-21.562,31	-11.287,30
Cambial	-69,14	-76,79
Dívida Externa	-344,26	-151,86
Ações	-9.443,68	-613,74
Previdência	3.820,20	5.681,80
FIDC	16.041,50	-2.086,43
Participações	15.250,44	11.132,23
Total	10.099,05	-69.692,64

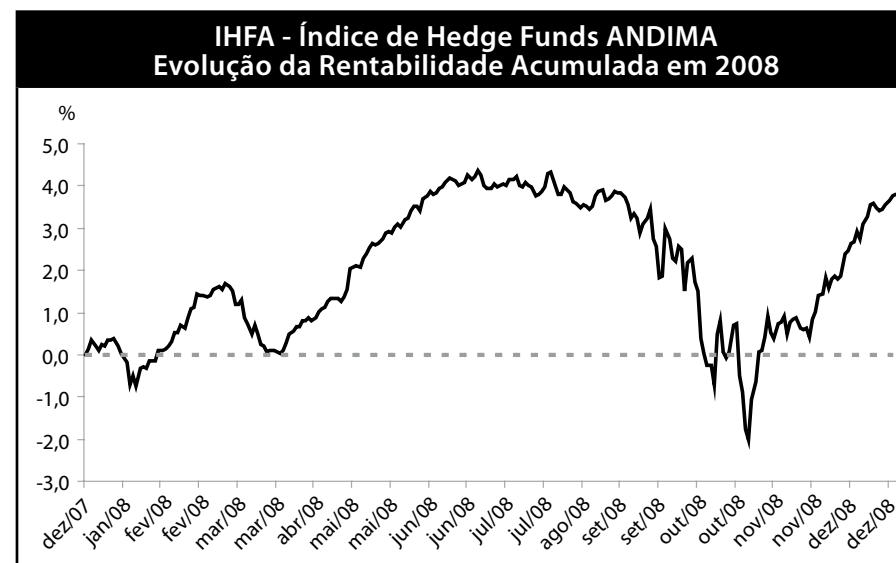
Fonte: Anbid.

ano afetaram positivamente a indústria, no que se refere à rentabilidade.

A volatilidade do mercado também afetou fortemente a estratégia de emissões de títulos públicos. O período foi marcado pela dificuldade de colocação de papéis nos leilões tradicionais nos montantes previamente previstos pelo Tesouro Nacional. No ano, a meta preestabelecida somente foi alcançada em novembro, mas cabe lembrar que havia sido de apenas R\$ 10 bilhões - bem inferior à média de R\$ 31 bilhões dos



Fonte: ANDIMA.

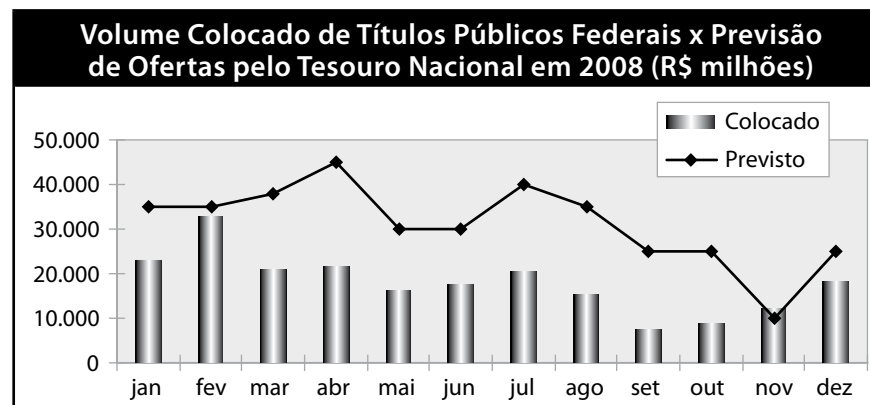


Fonte: ANDIMA.

Apesar da elevada liquidez no sistema, os recursos estavam concentrados ou eram direcionados para aplicações de curtíssimo prazo. Tal comportamento passou a influenciar a distribuição dos ativos nas carteiras dos fundos de investimento

demais meses de 2008. Como consequência, desde o final de outubro, houve elevação do patamar das atuações do Banco Central para a tomada de recursos de um dia, ao mesmo tempo em que as operações entre as instituições financeiras (DI) apresentaram queda ao longo do ano – revertida no final de dezembro. De toda forma, os dados observados demonstram que, apesar da elevada liquidez no sistema, os recursos estavam concentrados ou eram direcionados apenas para aplicações de curtíssimo prazo. Tal comportamento passou a influenciar a distribuição dos ativos nas carteiras dos fundos de investimento. De acordo com dados divulgados pelo Banco Central, a participação dos títulos públicos na carteira dos fundos reduziu-se de 51% em junho para 48% em setembro, recuperando-se levemente para 49,6% em dezembro.

No segundo semestre, também o mercado de valores mobiliários registrou forte desaceleração, principalmente quanto à emissão de ações e títulos de renda fixa de longo prazo, tais como as debêntures. Esse movimento já vinha sendo observado desde o começo do ano, quando teve início a incidência de compulsórios sobre os depósitos das empresas de *leasing* em instituições financeiras, desestimulando as emissões deste segmento. Algumas emissões de companhias de *leasing* chegaram mesmo a ser canceladas sem terem sido distribuídas ao mercado após seu registro na CVM - Comissão de Valores Mobiliários. No ano, as emissões de debêntures apresentaram redução de

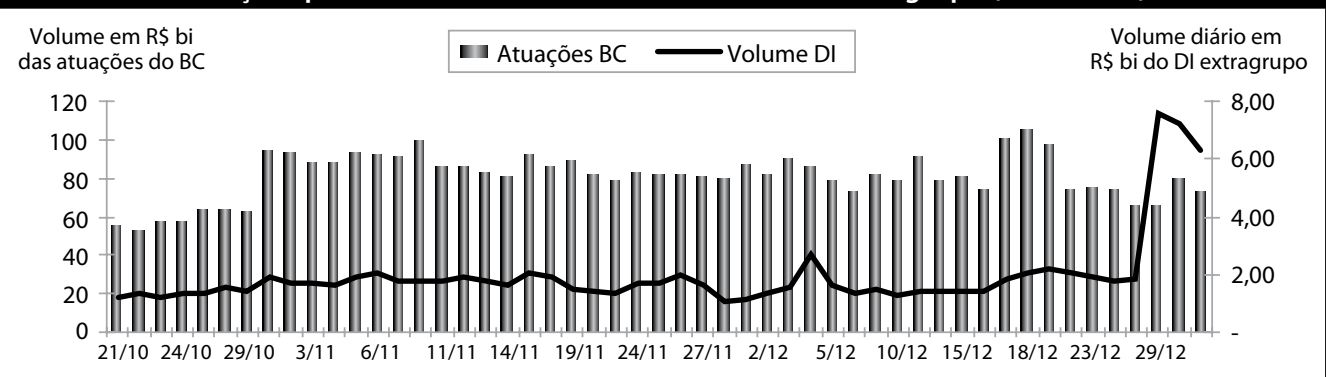


Fonte: Banco Central.

50% em comparação ao volume observado no ano anterior, e muitas das operações realizadas nos últimos meses de 2008 foram caracterizadas por ativos de lote único e indivisível, aptos a terem dispensa de registro na CVM.

Em contrapartida, o número de registros de notas promissórias acusou crescimento de 167% em relação a 2007. Com a deterioração

Atuações por Um Dia do BC x Volume Diário do DI Extragrupo (R\$ bilhões)



Fonte: Banco Central.

Total dos Fundos de Investimentos - Direcionamento da carteira por modalidade (%)

	Junho-08	Julho-08	Agosto-08	Setembro-08	Outubro-08	Novembro-08	Dezembro-08
Títulos Públicos	51,1	49,4	49,6	48,1	48,6	48,6	49,6
Títulos Privados	19,9	20,4	21,7	22,1	21,9	21,5	21,0
Bancários	14,7	14,8	16,0	16,6	16,6	16,3	16,0
Corporativos	5,2	5,6	5,7	5,5	5,3	5,2	5,1
Quotas de Fundos	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,9
Oper. Compromissadas	22,7	23,9	22,9	24,0	24,2	24,6	24,1
Ações	2,5	2,5	2,3	2,1	1,7	1,6	1,5
Outros	1,1	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9

Fontes: Banco Central e CVM.

do cenário, a escassez do crédito bancário e a elevação das taxas para a tomada de recursos, as empresas passaram a recorrer a títulos de curto prazo, em média de 180 a 360 dias, para a rolagem de suas dívidas, na expectativa de obter melhores condições ao término desse período.

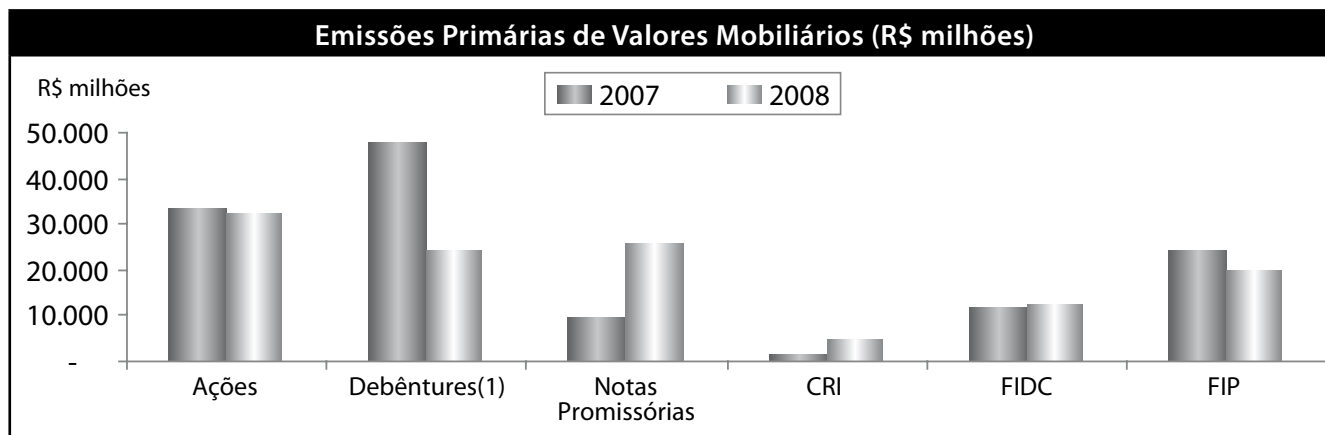
Os instrumentos de securitização, tais como os CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários e os FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditório, também registraram crescimento. Embora correspondam a volumes financeiros bem inferiores às emissões de notas e debêntures, os

CRI se destacaram, com crescimento de 223% em 2008, em comparação a 2007.

O maior risco de tão expressiva redução dos níveis de captação externa e interna associa-se à retração dos investimentos previstos pelas empresas em 2009. Entretanto, estudo divulgado pelo BNDES¹ sobre o padrão de financiamento das empresas brasileiras dos setores industrial e de infraestrutura destaca a intensa participação dos recursos provenientes de autofinanciamento com lucros retidos (51%) e dos financiamentos do BNDES (26%) em 2007, em comparação com as captações internas, por meio de ações e debêntures (13%), e externas (9%). Embora tal padrão se repita nos anos de 2008 e 2009, dificilmente o nível de crescimento previamente esperado para 2009 será alcançado.

1. PUGA, 2008. Ver referência completa na página 83.

Foi registrado aumento dos estoques de títulos de crédito e securitização, dentre os quais destacam-se os FIDC, com crescimento de 59% no período, e em segundo lugar as CCB, com crescimento de 58%



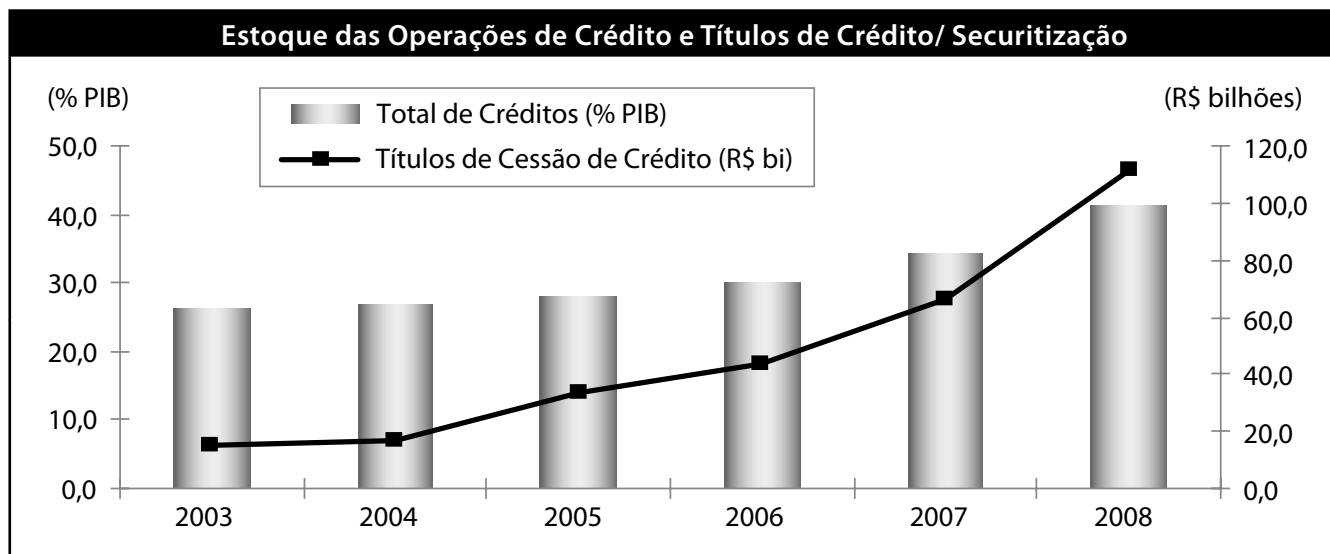
(1) Excluídos R\$16 bilhões, cancelados posteriormente ao registro. Fonte: CVM.

Os resultados das operações de crédito no sistema financeiro em 2008 indicam, porém, que o volume de crédito cresceu ao longo do ano, apesar do agravamento da crise internacional e do empocamento da liquidez. O estoque das operações de crédito alcançou R\$ 1,23 trilhão em dezembro, passando a representar 41,3%

do PIB, com crescimento de 31% em relação ao montante observado em dezembro de 2007, que correspondia a uma relação crédito/PIB de 34,2%. Tanto as operações com recursos livres como as de créditos direcionados apresentaram crescimento de 32% e 29% no ano, respectivamente. Neste mesmo sentido, foi registrado

aumento dos estoques de títulos de crédito e securitização na posição final de 2008, com variação de 69,3% em relação a 2007. Dentre os títulos, destacam-se os FIDC, com participação de 39% sobre o total do estoque e crescimento de 59% no período. Em segundo lugar, em termos de participação no estoque, figuram as CCB – Cédulas de Crédito Bancário, com participação de 18% sobre o total e crescimento de 58% no mesmo período.

No início de 2009, as expectativas concentram-se na amplitude do impacto da crise financeira sobre a economia real no Brasil – principalmente sobre os níveis de emprego e renda -, o que influi diretamente na capacidade de recuperação da normalidade do próprio mercado financeiro. A expectativa é de que haja uma desaceleração das operações de crédito e



Fontes: Banco Central, CVM, Cetip e ANDIMA.

níveis mais baixos de captação de recursos pelas empresas no mercado de capitais, que poderão ser parcialmente supridos pelas decisões anunciadas pelo governo de aumento da atuação das instituições financeiras estatais nas operações de crédito. Há que se ressaltar que as medidas adotadas pela Autoridade Monetária no segundo semestre de 2008, com o objetivo de assegurar o reequilíbrio, ainda que parcial, das condições de liquidez do mercado doméstico, surtiram efeito, principalmente no que se refere às liberações de depósitos compulsórios para a compra de

carteiras de crédito de instituições financeiras de menor porte². Entretanto, o grau e o ritmo de recuperação seguirão dependentes da manutenção das decisões de investimento e expectativas dos agentes produtivos e dos desdobramentos da crise na economia mundial.

Vívian Miranda de Figueiredo Corradin
Analista Econômica

². Ver quadro com as medidas adotadas em 2008 na página 22.