

Crises Financeiras: tipologia e teorias

Prof. Maria Antonieta Del Tedesco Lins

1

1

Tudo o que você queria saber sobre crises financeiras... só para começar

Explicações

Tipos de crises

Efeitos e impactos das crises

É possível prevê-las?

2

2

Explicações para crises financeiras

Podem ser associadas a vários fatores ao mesmo tempo

Mudanças bruscas nas condições dos mercados (preços de ativos, volume de crédito)

Interrupções nas fontes de financiamento da economia, internas e externas

Problemas com saúde financeira de empresas e famílias

Literatura identifica fatores impulsionadores das crises financeiras em comportamentos irracionais, assim como momentos de hiper expansão de crédito

Com frequência as crises financeiras acontecem depois de períodos de super valorização de ativos e expansão de crédito

Por que, então, os participantes dos mercados são incapazes de prever a ocorrência de crises?

3

3

Causas de crises financeiras

Bolhas de preços de ativos e estouro de bolhas

Acentuado desvio do que seria o preço de um ativo coerente com seus fundamentos indica possível formação de bolha

A bolha seria "a parte da elevação do movimento do preço do ativo que não se explica com base em seus fundamentos". (Garber, 2000)

A questão é explicar como se produz esta precificação equivocada. Pelo comportamento racional dos agentes, se se supõe que estes preços refletem uma expectativa de ganhos futuros.

4

4

Causas de crises financeiras

Super expansão de crédito e quebra

Elevada alavancagem e excessivo endividamento seriam processos antecedentes a crises financeiras. Como e por que acontecem?

- Por mudanças estruturais nos mercados e crescimento econômico
- Como consequência de um aumento dos fluxos financeiros internacionais
- Como resposta a políticas monetárias, via alterações em taxas de juros e rendimentos financeiros, provocando mudanças no nível de aversão ao risco (investidores fogem de certas aplicações e emprestam, por ex.)
- Liberalização financeira com falhas de planejamento em ambientes com problemas de regulação
- Imperfeições institucionais e aumento da concorrência

5

5

Causas de crises financeiras

Efeitos dos mercados de ativos e crédito

Em momentos de crise, estes mercados reagem de forma mais abrupta, em ciclos mais curtos

Ocorrem efeitos nefastos na economia real

Ampliação dos riscos na economia

6

6

Tipos de crises financeiras

Classificação de Reinhart e Rogoff considera fatores

- Quantitativos
 - crises cambiais/monetárias
 - sudden-stops
- Qualitativos
 - crises de dívida
 - crises bancárias

7

7

Crises cambiais

Primeira geração

A queda no preço do ouro antes do fim do sistema dólar-ouro dos anos 1970 deu a partida para um forte movimento de desvalorização de moedas latino-americanas

Desenvolvimento teórico por Krugman (1979), Flood e Garber (1984)

- Um ataque contra uma moeda em regime de câmbio fixo ou administrado pode ser uma resposta racional de investidores que identificam uma política de déficit excessivo do governo e, portanto, a possibilidade de monetizar esse déficit pelo banco central.
- À medida que os investidores percebem a possibilidade de desvalorização, fogem da moeda
- O BC perde reservas ou impõe controle de capitais ou eleva muito a taxa de juros
- A moeda acaba por "desmoronar"

8

8

Crises cambiais

Segunda geração

Os modelos de segunda geração apresentam possibilidades de equilíbrios múltiplos

Profecias auto-realizáveis: investidores atacam a moeda porque eles vêem a possibilidade de que ocorra um ataque

Esses investidores têm dúvidas de que o governo vá manter a política cambial e por isso começam um movimento contra ela

Mudanças na política antes de um ataque, neste caso, podem provocar o ataque – mesmo quando estas políticas estão de acordo com os fundamentos macroeconômicos

Mecanismo de Câmbio Europeu (1992)

9

9

Crises cambiais

Terceira geração

Modelos explicativos dão conta de como deterioração em situação de empresas e bancos, junto com movimentos de preço de ativos, inclusive taxas de câmbio, podem levar a crises cambiais

Nem sempre estas crises são precedidas por desequilíbrios macroeconômicos – crise da Ásia motivou o desenvolvimento dos modelos

Problemas contábeis e e/ou de solvência de empresas e instituições financeiras, aliados a uma situação de déficit em conta corrente e quadro fiscal administráveis podem originar uma crise cambial combinada com uma crise bancária

Esta interpretação da conta de quadros de super endividamento causados pela possibilidade bail-out

10

10

Sudden-stops

Modelos em que a interrupção de financiamento externo desempenha um papel central

Proximidade com os modelos de terceira geração, na medida em que os desacertos financeiros e descasamentos entre ativos e passivos de IF (moeda e prazos) se somam a fatores externos para desencadear a crise

Mudanças em juros internacionais, spreads em riscos de ativos

11

11

Crises de dívida

Modelos estudam endividamento interno e externo

Com relação à crise da dívida externa, diversas situações podem ocorrer

- Países continuam recebendo empréstimos mesmo diante do risco de default
- Incentivos a países se endividarem frente à ausência de sanções em caso de default – *moral hazard*

Crises de dívida interna têm características distintas

- Papeis teoricamente sem risco

12

12

Crises bancárias

Tipo de crise mais complexo a examinar e generalizar.

- Problema do contágio sistêmico
- Fragilidades institucionais nem sempre resolvidas por regulação
- Apoio do governo introduz distorção
- Possibilidade de ampliação da crise a outros tipos de instituições (2008)
- Origens precisas da corrida a bancos às vezes difíceis de identificar (públicas e/ou privadas)

13

13

Efeitos e impactos

Efeitos reais

- Redução da atividade econômica, possível recessão
- Impactos fiscais (custos e arrecadação)

Efeitos financeiros

- Credit crunch
- Preços de ativos
- Estabilidade do sistema

14

14

Alguns episódios de crises

PAÍSES EMERGENTES E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL

15

Crise financeiras – Ásia 1997

Aconteceu sem que tenha havido uma deterioração macroeconômica

Forte crescimento nos anos que antecederam crise

Forte afluxo de capitais no pós-crise do México (capitais privados líquidos em 1996: 5% PIB Coreia; 6% Indonésia, 9% Tailândia, 10% Filipinas)

Política de câmbio administrado não foi coordenada com a abertura da conta de capital

Regulação 'relaxada' para operações financeiras e nem sempre para IDE (FDI)

Operações de *carry trade* (tomar dinheiro barato e reemprestar mais caro no país)

16

16

Crise financeiras – Ásia 1997

O fato de as moedas estarem ligadas ao dólar, mesmo informalmente, deixava crer que o risco cambial era inexistente

Choques: queda das taxas de crescimento das exportações (competição chinesa); fortalecimento do dólar frente ao yen (perda de competitividade das moedas ligadas ao dólar); quebra de um banco na Tailândia em 1996

Moedas super valorizadas

Crise levou a interrupção dos fluxos de capitais

Insolvência e moratória

17

17

As crises em movimento...

Commanding Heights Episode 3, Documentary-Asian Contagion, 1997

<http://www.youtube.com/watch?v=PIQdsAQs37Y>

Episódio inteiro

http://www.youtube.com/watch?v=vYf6gn_xZk

18

18

Crises financeiras – Rússia 1998

Regime de câmbio administrado

Déficit fiscal crônico (agravado pela guerra da Chechênia)

Choques externos: crise asiática, declínio de preços do petróleo

Perda de reservas

Crise política: mudança de gabinete de Yeltsin; resistência do legislativo em aprovar medidas contracionistas

Agosto 1998, governo desvaloriza rublo e anuncia reestruturação da dívida e moratória

Sistema bancário exposto a dívida pública ⇒ Crise bancária

19

19

Crises financeiras – Brasil, 1998-9

América Latina foi 'mother of all sudden stops' depois da crise da Rússia em 1998 (levou 8 anos para o capital voltar nos mesmos níveis que antes)

Crise financeira no Brasil: ruptura do regime cambial (fins de 1998 e início de 1999)

- Regime de metas cambiais, com o Banco Central atuando como fiador da preservação de taxas ou bandas de taxas nominais de câmbio.
- Âncora cambial como instrumento de estabilização inflacionária ⇒ valorização do real ⇒ barateamento das importações ⇒ aumento dos gastos privados ⇒ elevação do passivo líquido externo e endividamento público e privado

20

20

Crises financeiras – Brasil, 1998-9

Crise monetária no Brasil: ruptura do regime cambial (fins de 1998 e início de 1999)

- Com endividamento: redução da confiança na manutenção da âncora cambial ⇒ aumenta a avaliação dos riscos pelos agentes.
- Crise: saída súbita de capitais e pressão por uma desvalorização cambial acentuada.
- Sistema bancário relativamente protegido por regulação conservadora

21

21

Crise financeira – Argentina, 2001-2

Vários elementos semelhantes aos episódios anteriores

Rigidez cambial mais grave

Triste exemplo dos dilemas descritos pela trindade impossível

Série de choques negativos: crises nos emergentes, desvalorização brasileira

Governo demorou para sair do *currency board*

A discutir desenrolar e 'saídas' da crise

22

22

Crise Financeira Global

Origem, como se sabe, nos EUA

Contágio: economias fortemente interconectadas

Por todos os lados, as respostas dadas pelos governos foram semelhantes: políticas fiscal e monetária expansionistas; forte atuação de bancos públicos, onde havia

Grandes emergentes muito menos afetados do que no passado e recuperação mais rápida

Na Europa, precipitação da primeira grande crise do euro. A discutir

23

23

Crise: Algo sobre o mercado de financiamento imobiliário nos Estados Unidos

Agências que regulamentam financiamento imobiliário não são automaticamente garantidas pelo governo.

Investidores que compram seus ativos estão sujeitos a risco de crédito.

Mas espera-se que o governo não deixe as agências entrar em *default*

Desde os anos 1980, emissores privados lançam papéis sem apoio direto das agências

Estes títulos estão sujeitos a uma classificação de risco de crédito

Investidores institucionais são atores de primeira importância nesse mercado

Desde os anos 1990, operações eletrônicas deram maior dinamismo ao mercado

- Sistemas que classificam e aprovam os empréstimos, dados características de risco do empréstimo e do tomador e com conexão automática entre empresas que captam o negócio e emitem as *Mortgage Backed Securities*

24

24

Às vésperas da crise

O aumento de liquidez na economia global desde o final dos anos 1990 combinou-se com uma elevação do preço dos ativos

Os ativos imobiliários são um indicador particularmente interessante dos movimentos macroeconômicos dos países

A intensa elevação do preço das moradias nos EUA levou muitos analistas no mundo todo a anteciparem a crise que se iniciou nesse mercado em meados de 2007

Normalmente, pode-se esperar que os preços das moradias subam com: aumento de renda e expansão demográfica

25

25

Às vésperas da crise

Além dos fatores tradicionais, taxas de juros, os retornos de ativos alternativos e fatores institucionais como custos de transação e direitos de propriedade atuam sobre a demanda por moradias e os preços delas

Uma parte nem sempre explicada pelos modelos é uma certa super-estimação que levou os preços a subirem ainda mais

A redução dos preços nos EUA teve início no final de 2005. Ela foi anunciada – ou prevista - embora os efeitos sobre a economia e nos mercados financeiros tenham sido mais difíceis de prever

No final de 2007, os investimentos fixos em habitação tinham caído 16,5% em termos anuais

26

26

Desenrolar da crise

Irregularidades financeiras não investigadas ou identificadas por regulação adequada

Bancos 'terceirizavam' a criação de contratos de hipotecas

A partir daí, foram sendo criados 'lotes' de valores mobiliários residenciais (*securities*) lastreados em hipotecas

Estes papéis foram sendo vendidos a instituições financeiras e investidores institucionais

Como não havia mercado suficiente, estes papéis foram sendo 'reembalados' em pacotes de títulos (obrigações de dívida colateralizadas - *collateralized debt obligations* – CDO em inglês)

O CDO típico, era separado em três faixas (senior, intermediária, e 'equity', cujos investidores receberiam por último)

Forma de separar os riscos (acabou camuflando riscos)

27

27

Desenrolar da crise

No financiamento imobiliário, uma lógica semelhante.

A expressão subprime se aplica à mais baixa das três principais categorias de crédito – Prime, Alt-A e subprime - utilizadas para classificar os financiamentos imobiliários no mercado de hipotecas

- Prime: financiamento reduzido em relação ao valor do imóvel a mutuários com bom histórico de crédito e renda suficiente para pagar prestações
- Alt-A: categoria intermediária, mutuários que não têm histórico de crédito, ou não compram o imóvel para residir ou não comprovam renda atual
- Subprime: mutuários têm qualidade de crédito baixa para terem hipotecas de primeira linha

28

28

Desenrolar da crise

Hipotecas subprime: acesso a crédito a mutuários com um histórico de crédito medíocre que compraram imóveis próprios, financiaram outros gastos ou liquidaram empréstimos com juros mais altos

Com preços dos imóveis em alta, os subprime conseguiam refinanciar suas hipotecas depois de certo período, liquidando o saldo devedor com recursos de novo empréstimo, com base no maior valor de avaliação de seus imóveis. (lucros sobre os imóveis)

Mas, refinanciamentos frequentes impediram os mutuários de formar uma reserva de valorização dos imóveis nos contratos existentes, sem fazer uma provisão para o caso de queda dos preços de imóveis.

A “securitização” estimulou a concessão de empréstimos imobiliários pelos bancos.

29

29

Desenrolar da crise

Securitização permitiu que os bancos juntassem vários créditos em um único instrumento negociável.

Bancos vendiam parte do seu risco de crédito para outros bancos e investidores.

Tirando o risco desses créditos de seu balanço patrimonial, os bancos podiam conceder mais empréstimos imobiliários com base em seu capital

Esse sistema pode funcionar em um cenário de baixo prêmio de risco e baixa inadimplência

Apoio das agências de risco foi fundamental para funcionar o esquema (fundos de pensão só podem comprar ativos de baixo risco)

Em muitos casos, ativos da fatia de *equity* acabou na carteira dos bancos, que fizeram seguro para se proteger (cf. AIG)

Outros instrumentos financeiros para se ‘livrar’ dos ativos de maior risco

30

30

Desenrolar da crise

Bancos de investimento não previram o tamanho do buraco que os CDOs poderiam representar a seus balanços

Aumento dos empréstimos

Crescimento enorme da alavancagem (= Usar capital de terceiros para operar. Operar alavancado é investir mais do que o próprio capital permitiria.)

31

31

Desenrolar da crise

Problema da regulação

- Bancos comerciais também aumentaram alavancagem
- Prática padrão prevê um requerimento de 8% do investimento do banco em fundos próprios de acionistas (*shareholders own funds*)
- Reguladores permitiram que a exigibilidade dos bancos fosse cumprida com ativos menos líquidos
- Bancos passaram a ter menos capital para se proteger contra perdas
- Reguladores 'fecharam os olhos' mais uma vez, afirmando que bancos poderiam administrar riscos para justificar a troca de capital

32

32

Desenrolar da crise

Política monetária

- Eichengreen: “a regulação frouxa foi a faísca e a política monetária acelerou o processo”
- Política monetária para estabilizar a economia no final dos 1990 e início dos 2000 teve como efeitos o aumento dos riscos, por curioso que pareça
- Já em 2003, estava claro que se devia subir juros
- Expansão do crédito
 - Taxas de juros mais baixas
 - Explosão de empréstimos
 - Pressão por retorno dos fundos de investimento
 - Aumento nos preços de ações

33

33

Desenrolar da crise

Desmoronamento da estrutura

- Com o declínio do preço dos imóveis em 2007, as taxas de juros começaram a crescer e o lucro nas operações de refinanciamento desapareceram
 - Além disso, a maior parte dos contratos subprime tinham taxas de juros reajustáveis
 - de 14% de subprime no mercado, 10% tinham taxas variáveis
 ⇒ atrasos e inadimplência
 - 2007: perdas dos fundos de investimento especializados em securities imobiliárias lastreadas em hipotecas subprime
 - Queda nos preços dos CDOs
- ⇒ Rápida desalavancagem. Bancos começam a vender
- ⇒ Aumenta incerteza

34

34

O dólar

Seria esperado que incertezas acerca do papel do dólar no desenrolar da crise fossem levantadas

EUA têm moeda segura pois são emissores de ativos sem risco (curioso no contexto de crise)

Volumes gigantescos usados em operações de salvamento e afrouxamento da política monetária deveriam conduzir a uma fuga do dólar.

Isso não aconteceu, muito ao contrário

- Dólar como um porto seguro
- Eichengreen: “se o dólar sobreviveu a isso, pode sobreviver a qualquer coisa”
- Bancos centrais compraram títulos americanos

35

35

Comparando 2008-09 e 1929-1933

Grande Depressão

- BCs não atuaram como emprestadores de última instância
- Estabilidade financeira não foi uma prioridade
- Estiveram presos a uma visão precisa de moeda e crédito

Grande Recessão

- Políticas monetárias e financeiras expansionistas
- Estímulos fiscais
- Busca por coordenação de políticas via países e/ou instituições multilaterais

36

36

Semelhanças na origem das crises

GRANDE DEPRESSÃO

Explosão imobiliária na Florida no 1920s

Valorização de ações (RCA)

Aumento do crédito

Práticas financeiras 'dúbias

Padrão-ouro ampliando e transmitindo turbulências

CRISE 2008-09

Super aumento do preço de imóveis (EUA, Irlanda, Espanha)

Valorização de ações (Apple, Google)

Idem

Desregulação financeiras

Euro ampliando e transmitindo turbulências

37

37

Diferenças fundamentais, porém...

GRANDE DEPRESSÃO

Resgate de bancos que não houve

Mudanças na regulação

Depressão, alto desemprego

CRISE 2008-09

Salvamento de IF após Lehman

Governo gastando e emprestando

Taxas de crescimento mais baixas na recuperação

Resistência a avanços na regulação

38

38

Outra visão da CFG

DREZNER, DANIEL W. (2014). THE SYSTEM WORKED: GLOBAL ECONOMIC GOVERNANCE DURING THE GREAT RECESSION . WORLD POLITICS, 66, 123-164.

39

39

De que sistema ela fala?

Sistema de governança econômica global



Governança econômica global como o conjunto de regras formais e informais que regem a economia global e as autoridades e suas relações que promulgam e monitoram e fazem valer estas regras (Drezner, 2014, p. 123).

Perspectiva tendo Estado como centro



Atores estatais e não-estatais importam para promover a governança global. Mas os estados continuam tendo um papel preponderante.

40

40

Ideia geral: o sistema não funcionou

- Fórum Econômico Mundial – o mundo carecia de um mecanismo de resposta a crises adequado e eficaz
- G-Zero World
- Paralisia na Rodada Doha
- “Consenso de Pequim”

41

41

Visão de senso comum

- Estratégia argumentativa do autor: a crise de 1929 como um contrafactual
- Grande Depressão x Grande Recessão
- Recuperação mais rápida no nível de trocas comerciais
- Recuperação rápida dos Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE)

42

42

O que explica essa visão?

- A explicação mais simples é que as economias centrais - as democracias industrializadas avançadas - não se recuperaram tão vigorosamente quanto o esperado (Drezner, 2014, p. 148)

➔ Maior crescimento das economias que não faziam parte da OCDE;

- “Uma razão para os equívocos sobre a governança econômica global é a nostalgia exagerada de eras anteriores da governança global” (Drezner, p. 2014, p. 150).

43

43

O que garantiu o funcionamento do sistema?

- Duas explicações principais

➔ Distribuição de poder

“O poder e a liderança americanos durante a crise recente mostraram-se mais robustos do que muitos especialistas perceberam.” (Drezner, 2014, p. 153).

➔ Papel das ideias na economia

Parece que as ideias na base do Consenso de Washington são mais resilientes do que o esperado (Drezner, 2014, p. 156).

44

44

Bibliografia e vídeos

- Allen, Franklin and Douglas Gale (2007) Understanding Financial Crises. Oxford University Press, Cap 1 "History and Institutions", p. 1-26
- Powers, Selfinsuring and Regional Insulation". International Affairs, vol. 86(3): 693-715
- Claessens, Stijn and M. Ayhan Kose (2013) Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Paper WP/13/28, January
- Drezner, Daniel W. (2014). The System Worked: Global Economic Governance during the Great Recession . World Politics, 66, 123-164. doi:10.1017/S0043887113000348

Commanding Heights Episode 3, Documentary-Asian Contagion, 1997

<http://www.youtube.com/watch?v=PIQdsAQs37Y>

Episódio inteiro

http://www.youtube.com/watch?v=vYf6gn_xZk

Argentina

19 y 20 de diciembre de 2001 – Trecho do documentário "Memoria del Saqueo" de Fernando 'Pino' Solanas

<http://www.youtube.com/watch?v=tUgiBq27-ps>