

# AULA 11 – A CRISE DE 2008. FATOS E MUDANÇAS NA GOVERNANÇA INTERNACIONAL

Junho 2023

Prof. Maria Antonieta Del Tedesco Lins  
IRI-USP

## Plano da aula

2

- Crise de 2008, fatos e dinâmica
- Comparação com a Grande Depressão: respostas de política
- O problema da regulação e a tendência inerente aos sistemas financeiros de produzir crises
- Governança econômica global pós crise

## A crise iniciada em 2008

3

- 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
  - ▣ As respostas dadas pelo países industrializados foram distintas de outras crises. Foram menos variadas, quando comparadas à recessão 1974-1982 (Pontusson, Jonas and Damian Raess (2012))
- Grandes emergentes muito menos afetados do que no passado e recuperação mais rápida
- Na Europa, precipitação da primeira grande crise do euro. A discutir

## A crise, anos depois

Gorton, Gary, and Andrew Metrick. 2012. "Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend-Reader's Guide." *Journal of Economic Literature*, 50 (1): 128-50.

4

- Grande (maior) crise global do século XXI
- Mais do que explicar cada momento da crise, é interessante entender como ela foi gestada, quais eram as condições macro
  - ▣ Há uma clara associação entre aumento de alavancagem na economia e crises bancárias após isso
  - ▣ Houve, no período anterior, forte crescimento de cash pools institucionais, que assumiram escala inédita e criaram uma forte demanda por ativos seguros, líquidos, de curto prazo
  - ▣ Esta demanda foi atendida pela oferta de ativos securitizados, pela poupança disponível
  - ▣ Elevação dos preços no setor imobiliário também poderia prenunciar um máximo

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

5

- 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*

## As vésperas da crise

6

- 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

## As vésperas da crise

7

- 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

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

8

- 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)

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

9

### 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

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

10

- 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 refinarçar 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.

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

11

- 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

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

12

- 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.)

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

13

### □ 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

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

14

### □ 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

## A coisa aconteceu mais ou menos assim...

15

- **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

## O dólar

16

- 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

## Comparando 2008-09 e 1929-1933

17

- 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

## Semelhanças na origem das crises

18

### 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

## Diferenças fundamentais, porém...

19

### 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

20

## Impactos na governança econômica global

### Falhas e limites da regulação financeira

## O que a crise mostrou

(Boughton, Lombardi & Malkin, 2017)

21

- Mais uma vez (já havia ficado claro nas crises dos emergentes), verificou-se que a desregulação financeira e o aprofundamento da integração financeira global ampliam o risco de insolvência e de uma crise sistêmica
- As desigualdades entre países se aprofundaram
- Não houve repartição equitativa dos custos de ajustamento, nem maior impulso à cooperação entre países.
- Não se estabeleceram medidas capazes de prevenir futuras crises e 'redistribuir' ganhos e perdas da globalização financeira.

## Efeitos da crise

22

- Comércio internacional
- Finanças internacionais
- Distribuição de renda (entre e intra países)

## Rumos da globalização

23

“Enquanto a interdependência econômica aproxima o mundo, os efeitos negativos que carrega obrigam os formuladores de políticas a priorizar respostas de governança nacionais, em oposição às globais, que levam ao protecionismo comercial e à balcanização da regulamentação financeira.” Boughton et al., p. 35

## Referência bibliográficas

24

- Boughton, James M., Domenico Lombardi and Anton Malkin (2017) The Limits of Global Economic Governance after the 2007–09 International Financial Crisis. *Global Policy*, Volume 8. Supplement 4 . June 2017
- Crotty, James (2009) Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’. *Cambridge Journal of Economics*. 2009, 33, 563–580
- Eichengreen, B. (2016) *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses-And Misuses-Of History*. OUP
- Geithner, Timothy F. (2016) Are We Safe Yet? *Foreign Affairs*. Monday, December 12.
- Gorton, Gary, and Andrew Metrick. 2012. "Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend-Reader's Guide." *Journal of Economic Literature*, 50 (1): 128-50.
- Pontusson, Jonas and Damian Raess (2012) How (and Why) Is This Time Different? The Politics of Economic Crisis in Western Europe and the United States. *Annual Review Political Science*. 15:13–33.