



**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”**

Campus Araraquara – Faculdade de Ciências e Letras Departamento de Economia

**“O PADRÃO DAS CRISES FINANCEIRAS: COMO MANIAS, CRISES
E BOLHAS ESTÃO INTERLIGADAS”**

Danielle Ferreira Castellani

Aluno: Danielle Ferreira Castellani

Orientador: Prof.º Dr.º Mario Augusto Bertella

Examinador: Alexandre Sartoris Neto

Araraquara- SP, 2019
Danielle Ferreira Castellani

“O PADRÃO DAS CRISES FINANCEIRAS: COMO MANIAS, CRISES E BOLHAS ESTÃO INTERLIGADAS”

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Aluno: Danielle Ferreira Castellani

Orientador: Prof.º Dr.º Mario Augusto Bertella

Araraquara – S.P.

Abril/2019

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente minha família, por todo apoio que me deram durante o período de graduação, todo o amor e carinho que me ajudaram a ser quem sou e a chegar onde cheguei. Aos meus pais principalmente, que sempre me apoiaram incondicionalmente e moldaram meu caráter e minha força, sem vocês não teria conseguido chegar onde cheguei.

Aos meus amigos da Liga de Mercado Financeiro, que se tornaram minha família em Araraquara, um lugar que me fez crescer e evoluir, além de descobrir minha paixão pelo mercado financeiro junto com vocês, tão capacitados e queridos.

A Carrie, Natália e Optimus, minhas amigas mais queridas dessa graduação, que tanto me ouviram e me apoiaram por todos os momentos, bons e ruins, de risadas a meia noite a desespero de fim de semestre. Sem vocês não teria sobrevivido a faculdade. E a nossa gata, Luna, que tanto nos aguentou.

Ao meu orientador, Profº Drº Mario Augusto Bertella, pela dedicação e pelos ensinamentos durante a construção desta monografia e durante suas aulas.

Um agradecimento especial ao meu tio, que embora não esteja mais aqui, sei que me observou ai de cima, dando-me forças quando mais precisava e puxando minha orelha quando preciso, soprando suas palavras de sabedoria durante esse meu último ano de graduação, tão difícil sem você aqui, meu padrinho querido.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo geral analisar as crises financeiras ao longo da história do capitalismo, encontrando e explicando as características comuns entre elas. Mais a fundo, estudar-se-á manias e bolhas, e suas particularidades que vieram a causar pânico na economia. O período analisado será de toda a história do capitalismo, desde sua primeira bolha, em 1636, até os dias atuais, percorrendo sobre o momento, local e causa das principais crises. Em seguida será estudado as causas comuns a todas as crises, a expansão do crédito, e o porquê. Por fim, o último capítulo tratará do que foi feito para que crises e choques sejam evitados, com uma conclusão sobre os dias atuais e as chances de um choque ocorrer na economia, assim como seus possíveis impactos.

Palavras-chave: Crédito; Crise; Choque.

ABSTRACT

The general purpose of this paper is to analyze the financial crises over the time of capitalism, to find and to explain the common characteristics between them. Furthermore, we will see manias and bubbles, their particularities and why they caused panic in the economy. The period analyzed covers all history of capitalism, since its first bubble, in 1636 until nowadays, explaining the moment, the cause and the local of the main crises. Subsequently, it will be studied the common causes in every crises, the expansion of credit. Finally, the last chapter will cover what has been done to avoid new chocks and crises with a conclusion about now days and what are the chances to a chock to occur in the economy, as their possible impacts.

Key words: Credit; crise; chock.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
CAPITULO 1 – CRISES: UMA ANÁLISE HISTÓRICA 1636 – 2008	7
1.1. Primeira Globalização: 1636 – 1925	7
1.2. Crise de 1929 e a Grande Depressão de 1930	13
1.3. Era de <i>Bretton Woods</i> 1944-1971	21
1.4. Pós- <i>Bretton Woods</i> e o fim do milênio: 1973 – 2006	24
1.5. Crise do <i>subprime</i> , 2008	32
1.6. Pós- crise 2008	38
CAPITULO 2 – O PADRÃO DAS CRISES: UMA ANÁLISE	40
2.1. Bolhas, Manias e Crises	40
2.2. O Modelo de Minsky	46
CAPITULO 3: PREVENÇÃO AS CRISES	50
3.1. O prestador de última instância	50
3.2. Acordos de Basileia	55
3.2.1. Basileia I	56
3.2.2. Basileia II	56
3.2.3. Basileia III	57
3.3. Demais Leis e Resoluções	58
3.4. Medidas Macroprudenciais	62
CONCLUSÃO	66
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69

INTRODUÇÃO

Esse trabalho de conclusão de curso estudará as crises financeiras, pela importância e impacto que elas têm na economia global. Estudando o passado podemos traçar características comuns e tentar prever o futuro para evitar grandes crises como as de 1929 e a de 2008. O estudo histórico inicia-se após a metade do século XIX, indo até a última grande crise, do *Subprime*.

A Holanda foi o primeiro dínamo capitalista mundial. O primeiro objeto de estudo das crises econômicas foi a bolha das tulipas holandesas em 1636. Devido a euforia mundial, as instabilidades sempre estiveram presentes ao longo dos séculos, mas não necessariamente em períodos constantes e nem iniciadas pelos mesmos motivos.

No século XIX, as principais crises financeiras foram associadas principalmente a falência de bancos e, entre as décadas de 1920 e 1940, a frequência foi de crises monetárias.

As manias, pânico, bolhas e crises abordadas não são idênticas em suas características, mas seguem um mesmo padrão. Na maioria das vezes, está ligada a uma euforia e a um sentimento otimista em relação à expansão da economia e do crédito, como se o período de bonança nunca acabará.

A maioria das crises tem como ponto principal a expansão da liquidez e do crédito, que aumentam a confiança dos agentes em contrair dívidas, num *frenesi* para conseguir dinheiro no curto prazo.

A expansão da economia ocorre rapidamente, os ativos valorizam-se cada vez mais e todos acreditam ser incapaz de se desvalorizarem. Quando os bancos começam a segurar um pouco o crédito, indicando um início da desconfiança, impossibilita os agentes de pagarem suas dívidas, que são pagas com mais dívidas.

Ocorre uma corrida pela venda dos ativos e isso acaba gerando um efeito manada: há mais oferta que demanda pelos ativos. Isso faz com que a desvalorização

ocorra rapidamente e espalhe-se por outros setores da economia e até para outros países.

Observando essa trajetória comum das crises, será possível determinar quando e por quê haverá uma próxima? E qual será o papel do prestador de última instância, que é tão contraditório, já que, emprestando em momentos de crise permitem que os agentes arrisquem mais, e não emprestando podem levar a grandes recessões.

O objetivo desse trabalho é mostrar que as crises não acontecem por acaso, como algo incomum na economia, mas é, na verdade, mais regra que exceção. Há um certo padrão seguido pela maioria das crises financeiras e, analisando-o, é possível estudar a economia atual e traçar um panorama de risco, de forma a avaliar o grau de impacto de uma próxima crise.

Capítulo 1 – CRISES: UMA ANÁLISE HISTÓRICA 1636 – 2008

1.1. Primeira Globalização: 1636 - 1925

Foi na Holanda a primeira crise documentada do capitalismo, uma bolha de ativos. A bolha das tulipas, ou Tulipomania, ocorreu em 1636. O preço dessas flores e seus bulbos aumentou em centenas de pontos percentuais, tanto para as flores mais comuns quanto para as Tulipas mais raras, cujo preço aumentou ainda mais. O aumento do preço iniciou-se quando não havia mais bulbos disponíveis, pois os mesmos haviam sido plantados para florescer na primavera seguinte. Os compradores pagaram pela mercadoria que ainda não havia florescido.

Não eram apenas as tulipas que estavam aumentando de preço. Após um período de depressão nos anos 1620, devido a guerra com a Espanha; a economia passou a se recuperar nos anos 1630. As ações da Companhia das Índias Ocidentais Holandesas, de 229 florins, passaram a valer 500 florins, entre março de 1636 e 1640. Os preços de imóveis também dispararam nessa época. (KINDLEBEGER, 2013)

Como toda bolha, em 1637 os preços das tulipas despencaram, principalmente pelo fato de que, após os bulbos serem plantados, disseminam-se facilmente. Com a oferta maior que a demanda, a queda de preços foi rápida.

Após as Tulipas Holandesas, caminhamos para as bolhas dos Mares Sul e do Mississipi, em 1720, ambas especulativas devido causadas pela expansão monetária da Grã-Bretanha e da França. As bolhas estavam conectadas de várias formas, pois a Europa estava negociando nas duas companhias.

A *Mississippi Company* na França, controlava, em seu auge, várias empresas comerciais, assim como a casa da moeda nacional, toda a dívida francesa e uma boa parte de terras dos ainda não formados Estados Unidos; até que os esquemas da companhia desmoronaram. (ROUBINI, 2010)

Na Grã-Bretanha não foi muito diferente. A *South Sea Company* controlou boa parte da dívida do país. A especulação fez com que suas ações subissem 1000%, até

que desabaram. Assim, quando as duas bolhas estouraram, toda a Europa estava compartilhando do desastre financeiro. (KINDLEBEGGER, 2013)

Em 1763, a Holanda novamente é alvo de uma crise, mas desta vez a mesma ocorre também em Hamburgo, Prússia, na península escandinava e Londres. Nessa crise, os holandeses expandiram seu crédito através de compra de ações do governo britânico, mas após a guerra dos 7 anos, com os preços das *commodities* em queda, as cartas de crédito não puderam ser pagas. Muito embora tenham se tentado acordos, os credores só puderam receber 60% das obrigações, mas mesmo assim tiveram que esperar quase 36 anos para isso. (KINDLEBEGGER, 2013)

Para que a situação piorasse ainda mais, o rei da Prússia, em 1759 recolheu as antigas moedas para financiar a guerra, mas essa decisão levou a deflação pois foram recolhidas as antigas moedas antes de cunharem as novas. Londres veio ao resgate de Amsterdã, concedendo-lhe crédito. Foi dessa forma que a crise voltou-se também a Grã-Bretanha, quando as obrigações não puderam ser pagas. (KINDLEBEGGER, 2013)

Algumas décadas mais tarde em 1825, com início na Grã-Bretanha, houve um pânico que se espalhou por todo o mundo, com promessa de dinheiro fácil através de uma bolha de ativos. Com características semelhantes a crise de 2008, o pânico alastrou-se com uma única falência bancária. Com a falência do banco em Londres, as exportações do país para o continente europeu congelaram, trazendo dificuldade para vários países da Europa, pois tiveram de frear o consumo, já que boa parte das importações eram providas da Grã-Bretanha. Em busca de liquidez, os investidores retiraram o dinheiro da América Latina, de forma que a crise empalhou-se também por lá, ficando conhecida como uma crise Anglo-Americana. Devido a esse colapso, em 1828, com exceção ao Brasil, todos os países da América Latina declararam moratória, sendo preciso três décadas para que o fluxo de capital normalizasse na região. (ROUBINI, 2010)

Bem próxima a crise de 1825, a crise de 1836 ficou conhecida como uma crise anglo-estadunidense e foi mais complexa que a anterior. Novamente como muitas crises anteriores, essa iniciou-se com uma expansão monetária, tanto nos Estado

unidos quanto na Grã-Bretanha. O sistema bancário da época não tinha regras claras, portanto a crise que iniciou-se com a especulação de algodão e ferrovias na Inglaterra, espalhou-se rapidamente para a potência norte-americana, que especulava em terras e também em algodão. A eclosão da crise diminuiu o volume de importações da França e da Alemanha e os países também tiveram consequências.

Com impacto em uma quantidade significativa de países, deu-se em 1857 uma crise novamente resultante de um boom econômico causado por especulação. As descobertas de ouro na Califórnia em 1849 e na Austrália em 1851, levaram a um grande aumento de exportação de capital para esses países permitindo booms ferroviários e bancários. A expansão deu-se também em muitos países como a Alemanha e a França. (MARICHAL, 2016)

Após a revogação da lei do milho da Grã-Bretanha durante a guerra da Criméia, um grande *boom* comercial ocorreu na Europa. O país beneficiou-se com a alta do preço da *commoditie* e, ao final da guerra, quando os suprimentos do grão normalizaram-se seu preço caiu e a crise teve seu início. Com o estouro da bolha, o crédito restringiu-se e a corrida para o ouro foi generalizada. A crise se alastrou para a Europa, Índia, China Caribe, África do Sul e América Latina, além de ter trazido com si uma onda de falências causadas pela restrição ao crédito. (KINDLEBEGGER, 2013)

A partir dos anos 1870, iniciou-se o período em que o capitalismo ganhou impulso mundialmente como sistema econômico dominante, cuja influência que as economias industriais exerciam afetavam boa parte do globo. (MARICHAL, 2016)

O ano de 1873 foi marcado pela maior crise internacional do século XIX. A crise teve como pré-condição o pagamento da indenização Franco-prussiana além de altos níveis especulativos em ferrovias nos Estados Unidos e na América Latina. O ouro pago levou a uma alta especulação no mercado imobiliário da Alemanha e Áustria. Inicialmente, Alemães investiam nas ferrovias dos Estados Unidos, porém a especulação imobiliária no país fez com que houvesse fuga de capital das especulações norte-americanas, havendo rápida interrupção dos investimentos por falta de crédito. (KINDLEBEGGER, 2013)

As especulações da Áustria e da Alemanha afundaram devido a um pânico bancário e uma queda na bolsa de Viena, que foi transmitido para os mercados da Europa e dos Estados Unidos. O banqueiro dos Estados Unidos, Jay Cooke, tentou levantar empréstimos para continuar seus investimentos na ferrovia *Northern Pacific*, porém não conseguiu, pois a fuga de capital do país havia ocorrido. Tanto seu banco quanto a ferrovia faliram, levando Wall Street ao pânico. (MARICHAL, 2016)

Seguiu-se uma série de falências bancárias e cerca de um quarto das estradas de ferro dos Estados Unidos faliram. A crise alastrou-se também na Itália, Holanda, Bélgica Grã-Bretanha, França, Rússia, Império Otomano, Grécia e Paraguai, além de ter afetado os países Latino Americanos que contraíram altas dívidas, como o Peru, maior devedor da época e a Argentina, por meio da queda dos preços internacionais das *commodities* exportadas.

De acordo com os economistas Clément Juglar, Michel T. Baranowsky e Nicolai Kondratieff, a crise de 1873 foi atribuída principalmente a recessão que ocorreu devido à queda do preço mundial das *commodities*, levando a redução da rentabilidade de setores chave da economia. Já para Robert Griffin e Schumpeter, a causa da crise deveu-se a redução da construção de ferrovias, que eram o principal medidor do processo de globalização e maior ativo especulado na época. (MARICHAL, 2016)

Como consequência da crise, houve o congelamento da construção das ferrovias e muitas empresas tanto nos Estados Unidos quanto na Europa quebraram, elevando o número de desemprego e a uma queda da produção industrial, levando a deflação, que durou cerca de 20 anos até recuperar o nível de preços.

Nos anos de 1890 e 1891, ocorreram crises nos países emergentes, que estavam em uma época de expansão, com atração de capitais e aumento do comércio externo e aumento na especulação de mercados imobiliários e nas bolsas, principalmente na Argentina e Brasil. Em 1890, a Argentina era o maior devedor mundial, e quando desabrochou a crise no país, causado pela ruína financeira somada a rebelião política, os núcleos financeiros da Europa também foram afetados, por serem os maiores emprestadores.

O banco *Baring Brothers*, de Londres ficou a ponto de falir devido aos acordos financeiros que tinham com a Argentina. O boato de que o banco poderia quebrar causou um pequeno pânico no mercado de capitais de Londres que contagiou também os mercados brasileiros, havendo o esgotamento da moeda brasileira que perdeu cerca de 40% de seu valor em relação a libra. Outros fatores que corroboraram para a crise brasileira foram o início da república federal juntamente ao abandono do padrão ouro e a crise especulativa que ficou conhecida como *Encilhamento*. (MARICHAL, 2016)

A adoção do padrão ouro pelos países foi um fator contribuinte para que os países se recuperassem, iniciando o período chamado de *Belle Époque* que durou três décadas, com uma poderosa onda expansionista, juntamente com a segunda revolução industrial, desenvolvimentos das cidades com as linhas de trens e bondes, a partir do diesel e o aumento das linhas férreas. Foi nos primeiros anos do século XX que surgiram e progrediram as primeiras empresas globais. Tinham a impressão de que o desenvolvimento iniciou uma era que não iria esgotar-se. (MARICHAL, 2016)

Apesar de problemas restritos em alguns mercados bancários e financeiros, foi em 1907 que uma lacuna na era expansionista tomou forma. O pânico bancário ocorrido nos Estados Unidos espalhou-se pelo país através de uma corrida as reservas e uma brusca queda na bolsa de valores e no mercado imobiliário. Os sucessivos pânicos levaram a uma contração do crédito, levando a redução da atividade econômica, juntamente com falências por todo o país.

J. P. Morgan, maior banqueiro da época, convocou reuniões de emergência com outros banqueiros para tentar resgatar os bancos da bancarrota. Foi com esses acontecimentos que viu-se a necessidade da existência de um emprestados de última instância. (KINDLEBEGGER, 2013) A criação do banco central dos Estados Unidos, o *Federal Reserve Bank* deu-se em 1913, após cinco anos do estabelecimento das bases para sua instituição.

Foi em agosto de 1914 que eclodiu uma crise financeira internacional gerada pelo início da primeira guerra mundial. Os países foram pressionados a sair do padrão ouro rapidamente para protegerem suas moedas de forma a bancar a guerra. O pânico

causado no mercado financeiro internacional fez com que todas as bolsas da Europa e América fechassem. Ao princípio da guerra encerrava-se a primeira época da globalização financeira e o capitalismo clássico deu lugar a um capitalismo militarizado de Estado pelos cinco anos de duração do conflito. (MARICHAL, 2016)

Com o fim da guerra, os acordos firmados no pós guerra e as incongruências políticas que haviam na Europa impediram que o equilíbrio fosse restaurado entre as nações como eram antes de 1914. O equilíbrio também foi dificultado por problemas inflacionários em todo o globo, causado pelo súbito aumento de demanda nas empresas. A Europa também sofreu uma inflação devido a emissão monetária feita pelos países para amortizar os custos da guerra. (MARICHAL, 2016)

Nos países periféricos a Europa, que não sofreram diretamente com o conflito, como a América Latina, Estados Unidos e Austrália, sofreram com a diminuição repentina de suas exportações, que antes eram voltadas para o abastecimento da Europa em guerra. Essas nações tiveram uma grande contração na balança comercial e seus níveis de preços caíram a níveis pré-guerra.

O término da guerra também trouxe consigo uma nova crise financeira, e suas soluções para evitar a falência do sistema já fragilizado foram rígidas, sem muitas tentativas de salvar bancos ou empresas da falência. Os Estados Unidos encontraram um problema deflacionário entre 1920 e 1921, enquanto a Europa enfrentou graves dificuldades inflacionárias, debilitando suas economias. Entretanto, foi a Alemanha o país que mais sofreu com o pós-guerra, através da hiperinflação. As reparações exigidas, mais de US\$ 65 bilhões, a ela fizeram com que seu Banco Central depreciasse sua moeda, para evitar o pagamento do montante. De acordo com Barry Eichengreen (1995:141): “As reparações, nesse sentido, foram responsáveis, em última instância, pela inflação Alemã”. Os efeitos na economia e na sociedade foram devastadores. O marco alemão chegou a cotação de 4,2 bilhões de marco por dólar. (MARICHAL, 2016)

A solução encontrada pelas autoridades alemãs foi impedir mais emissão monetária para cobrir os gastos, assim como o corte de empréstimos do banco central para o governo. Como a hiperinflação corroe a dívida flutuante do governo, essas

medidas fizeram com que a inflação caísse abruptamente. De acordo com Eichengreen (1995:147): “[...] essas medidas de estabilização funcionaram porque se havia conseguido um acordo político-social que tornava viável e digna de crédito a reforma fiscal.” (MARICHAL, 2016)

O anseio para estabilização da economia em toda a Europa corroborou para a volta do padrão ouro, por meio da ideia de retornar aos padrões da *Belle Époque* do pré-guerra. Só que dessa vez, o padrão ouro tinha diferenças, com as nações podendo acumular suas reservas tanto em ouro quanto em moedas estrangeiras convertíveis em ouro. Contudo, o padrão ouro necessitava da elevação da confiança dos investidores, o que não ocorreu devido as grandes dívidas dos países, que corroboravam para a incerteza de seu pagamento.

Além da Europa, outros países periféricos como Austrália, Canadá, África do Sul e Império Britânico adotaram o padrão ouro. Os Estados Unidos não haviam abandonado o padrão durante a guerra. Na América Latina teve início a diplomacia do dólar, com grandes fluxos da moeda para os países latinos. Esses empréstimos mostraram o deslocamento do centro financeiro de Londres para Nova York, com o nascimento da supremacia norte-americana. (MARICHAL, 2016)

1.2. Crise de 1929 e a Grande Depressão de 1930

Não há dúvidas que a crise de 1929 foi o maior colapso mundial, não apenas do século XX, mas de toda a história. Seus precedentes encontram seu auge nas bolsas de valores nos anos 1920. A economia estava recuperando-se da primeira guerra mundial e o crédito bancário começou a se restaurar. Expandiram-se as empresas multinacionais e dizia-se que um novo período de globalização estava tomando forma. Os bens de consumo duráveis e empresas químicas, elétricas e automobilísticas estavam em uma época de forte crescimento. O rádio e o cinema também estavam popularizando-se. Todo esse crescimento industrial elevou os níveis de confiança dos investidores e o lema da época era enriquecer rapidamente (*Get rich*

quick). *Wall Street* vivenciou sua ascensão como maior centro financeiro mundial e a *City* de Londres recuperou-se como centro comercial de curto prazo. (MARICHAL, 2016)

Em 1927, apesar do auge financeiro, sinais de crise foram detectados na Europa, com queda na bolsa de Berlim e em 1928, com uma queda na bolsa de Bruxelas. Com essas decaídas pela Europa, houve uma fuga de capitais para Nova York. O *Federal Reserve Bank* até havia aumentado a taxa de juros, no intuito de restringir a especulação, (MARICHAL, 2016) mas acabou afetando os mercados de construção e automóveis, pois a população não mais queria tomar empréstimos para adquirir os bens, diminuindo sua produção. (PELLS; ROMER, 1998)

O padrão ouro restringiu os mercados, pois impulsionava os bancos centrais a acumular o metal. Em meados de 1928, a França e os Estados Unidos acumulavam juntos cerca de 60% das reservas de ouro globais. A pressão exercida na balança dos demais países que utilizavam o padrão ouro levou-os a aumentar suas taxas de juros, contribuindo para o início da restrição do crédito em âmbito mundial. (MARICHAL, 2016). A restrição do crédito é um dos princípios da crise, e não foi diferente com a Grande Depressão.

Outra característica pré-crise foi a redução do comércio internacional. A América Latina teve os preços dos produtos exportados em queda significativa, pois os países que importavam das Américas no período da primeira guerra mundial já haviam reestabelecido seu setor primário e a oferta dos bens voltou aos seus níveis iniciais, derrubando os preços.

A quebra no mercado de ações deveu-se a grande especulação. Os preços das ações disparavam enquanto a atividade econômica mundial contraía-se. Não havia explicação racional para a tremenda alta nos preços das ações. Quanto mais elas ascendiam, mais dinheiro era injetado nesse mercado e menos dinheiro era disponibilizado para as atividades econômicas.

A disponibilidade de crédito dos bancos aumentava cada vez mais, porém grande parte era injetado na bolsa. A bolsa de Nova York exigia uma margem de 50%

do capital próprio a ser investidos nas ações, os 50% restantes podiam ser tomados emprestados das corretoras, porém a margem de capital que os investidores deviam ter na *Chicago Mercantile Exchange* era de 10%, os 90% restantes podiam ser empréstimos para as negociações em contratos futuros. A bolsa de Chicago conseguia comprar os contratos futuros das ações na Bolsa de Nova York com a margem de 10%. Com o colapso, os banqueiros temiam o fechamento da bolsa, que liquidaria seus empréstimos diários, fazendo com que injetassem ainda mais crédito nas corretoras, numa tentativa de impedir a corrida pelas vendas das ações. (KINDLEBEGER, 2013) O problema central dos empréstimos realizados pelas corretoras é que, se as ações começam a despencar, os agentes passam a vender seus ativos em busca de liquidez para pagarem os empréstimos, levando a uma corrida para vender sem precedentes.

Conhecida como quinta-feira negra, foi em 24 de outubro de 1929 que a grande crise surgiu. Depois de atingir o pico, os investidores da bolsa começaram a perder a confiança no mercado acionário. Embora os mercados encontravam-se em crescente instabilidade, foi nesse dia que a bolsa de Nova York sofreu uma grande queda, surpreendendo aos investidores e banqueiros. Como em todo pânico, a queda levou a uma corrida pela venda de ações e ativos então, em 29 de outubro uma queda ainda mais brusca ocorreu no mercado, levando outras bolsas ao redor do mundo a colapsarem também. No jornal de Bruxelas, *A Última Hora*, saiu o seguinte trecho em relação a crise: (MARICHAL, 2016)

[...] Não se recorda de nenhuma derrocada semelhante, Foram perdidos cerca de dez bilhões de dólares em poucas horas. Um grande número de milionários ficou arruinado em pouquíssimo tempo. Acreditava-se que a situação se havia estabilizado ontem, porém nova queda provocou desespero... Fala-se agora de medidas governamentais para impedir maior depreciação dos bens americanos.

A bolsa de Nova York continuou em queda por vários anos, comprometendo os níveis de confiança dos investidores. Inúmeros bancos e corretoras foram a falência e, embora apenas 2% dos norte-americanos investissem em Wall Street, era com o crescimento das empresas na bolsa que se estimava o desenvolvimento delas a longo

prazo. Com a bolsa em total colapso, as perspectivas para o futuro eram reduzidas a pó. (MARICHAL, 2016)

Os Estados Unidos sofreram quatro pânicos bancários ao longo da crise, em que os depositários do banco perdem a confiança em relação ao nível de solvência da instituição, buscando a liquidez de seus ativos. O banco, que não mantém toda sua reserva em dinheiro, precisa liquidar empréstimos de forma a conseguir a liquidez necessária para pagar aos clientes. Esse processo pode causar a insolvência do banco, levando a sua falência. Os pânicos bancários sofridos pelos Estados Unidos foram no outono de 1930, primavera e outono de 1931 e no outono de 1932. Até o final da crise, cerca de um quinto dos bancos estadunidenses vieram a falência. (PELLS; ROMER, 1998)

O sistema de crédito congelou quando o mercado acionário quebrou, e os empréstimos para os setores da economia e para o comércio internacional também foram bloqueados. Segundo Kindleberger, embora keynesianos e monetaristas tenham atribuído a grande depressão pós crise a vários fatores, ambos ignoraram a instabilidade do crédito da economia e a fragilidade do sistema bancário da época, que influenciaram diretamente a queda dos preços e da produção, e que essa queda impediu os tomadores de empréstimo de pagarem suas dívidas, sem que pudessem optar pela rolagem das mesmas.

Interligando todos os países que mantinham o padrão ouro através das taxas fixas de câmbio, o colapso espalhou-se pelo mundo todo durante os anos da Grande Depressão e uma das causas foi a tentativa dos países em manter o padrão ouro. Houve falências bancárias ao redor do globo; reduziu-se o crédito, o consumo, o comércio internacional e ascendeu-se a deflação, que trouxe consigo um número ainda maior de falências. Entre 1929 e 1933, a suspensão de pagamentos das empresas causada pela deflação chegaram a níveis exorbitantes. A tendência de queda do capitalismo nunca chegara a níveis tão preocupantes. A deflação não tardou a levar a economia mundial para uma profunda depressão, levando milhões de pessoas à miséria em todo o mundo.

A visão de Milton Friedman acerca da grande depressão, principalmente nos Estados Unidos, foi de que o *Federal Reserve* não tomou medidas anticíclicas, dando crédito ao invés de restringi-lo, de forma a manter a liquidez da economia para evitar o alto nível de falências e diminuição do sistema produtivo do país. Parte da culpa foi atribuída ao falecimento de Benjamin Strong, governador do *Federal Reserve*, que sabia da necessidade do banco central em evitar pânico. Com sua substituição, líderes com menos visão para efetuar intervenções tomaram o poder, não tomando as medidas anticíclicas necessárias. (PELLS; ROMER, 1998)

Um dos motivos que pode ter levado o banco central norte americano a não aumentar a emissão monetária para incentivar o consumo foi o padrão ouro. Com um aumento da emissão os agentes podiam perder a confiança de que os Estados Unidos pudessem manter sua reserva monetária em paridade com o ouro e essa perda de confiança levaria a grandes saídas de ouro do país, forçando-os a desvalorizar a moeda e até serem forçados a sair do padrão ouro. No segundo bimestre de 1931, o maior banco da Áustria enfrentou uma crise bancária que foi sentida em toda a Europa, sendo um dos fatores que levaram a Grã-Bretanha a abandonar o padrão ouro. A crise, além da má regulamentação bancária da época, foi causada em razão de os países se virem obrigados a deflacionar sua economia junto com os Estados Unidos, devido ao efeito contágio do padrão ouro. Isso fragilizava e tonava o banco vulnerável, por reduzir suas garantias bancárias. (PELLS; ROMER, 1998)

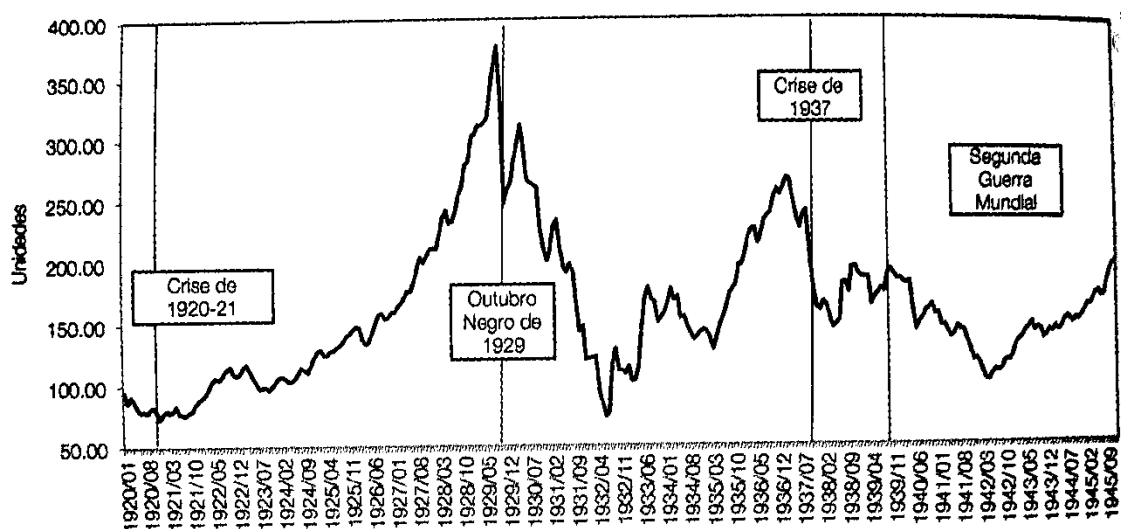
A decisão tomada pelo *Federal Reserve* fez com que a reserva monetária caísse em torno de 31% entre 1929 e 1933. Somado a isso, houve a restrição da emissão monetária e elevou-se a taxa de juros. As decisões tomadas pelo banco central norte americano corroboraram para a severa contração enfrentada pela economia do país, pois os agentes passaram a esperar pela deflação na economia, evitando tomar empréstimos por medo de não conseguirem pagá-los no futuro. (PELLS; ROMER, 1998)

Contudo, o problema não residiu apenas na falta de crédito para os setores econômicos. Existiu também uma grande redução no consumo. Com essa redução, os produtores perceberam seus estoques aumentando, diminuindo a produção de seus bens, fechando fábricas e demitindo funcionários. (MARICHAL, 2016) Tanto a

restrição do crédito, quanto a queda da demanda contribuíram para os baixos níveis de produção do setor industrial, corroborando para o quadro deflacionário da Grande Depressão.

Os números do grande *crash* de 1929 mostram que o comércio internacional caiu em 60% entre os anos de 1929 – 1933. Até 1933, a bolsa caiu abaixo dos dez anos de altas que a mesma obteve. Entre o pico em setembro e a baixa em novembro, o mercado acionário caiu 33%, mantendo-se em queda até meados de 1932, como mostra o gráfico 1. Nos Estados Unidos, o PIB, por sua vez, caiu 30% e a taxa de desemprego subiu para exorbitantes 20%. Comparando com a crise de 2008, a taxa de desemprego não chegou nem aos 10%, enquanto o PIB declinou apenas 4,3%. (PELLS; ROMER, 1998)

Gráfico 1: Comportamento da Bolsa de Valores de Nova York entre os anos de 1920 -1945



Fonte: MARICHAL, Carlos. **Nova História das grandes Crises Financeiras: Uma perspectiva global, 1873-2008** p. 94

Como mostra a tabela 1, a produção industrial dos Estados Unidos caiu 47% em relação ao pico anterior à crise. Embora tenha sido sentida em todo o mundo, a força e a duração da crise, assim como seu início foi diferente em cada país. A Grã-Bretanha, por exemplo, apresentou recessão por boa parte dos anos 1920, mas a

depressão não foi tão sentida e a produção industrial foi cerca de um terço da redução enfrentada pelos Estados Unidos. Brasil e Argentina não sofreram um impacto direto. (PELLS; ROMER, 1998)

Tabela1: Declínio da produção industrial, do pico ao ponto mínimo durante a Grande Depressão

País	Queda (%)
Estados Unidos	47
Reino Unido	16,2
Alemanha	41,8
França	31,3
Itália	33
Japão	8,5
Canadá	42,4
Bélgica	30,6
Holanda	37,4
Suécia	10,3
Dinamarca	16,5
Polônia	46,6
Checoslováquia	40,4
Argentina	17
Brasil	7

Fonte: (PELLS; ROMER, 1998), elaboração própria

A América Latina sentiu os sinais de crise antes mesmo de 1929, como mostrado na tabela 2, devido à queda dos investimentos externos, que foram voltados a especulação na bolsa de Nova York. A queda nos investimentos nesses países levou-os à recessão. No período da Grande Depressão, os exportadores de *commodities*, como a América Latina e África do Sul, tiveram os preços dos exportados caindo ainda mais que os produtos industriais, cerca de 50% a menos que o pico em 1929. (PELLS; ROMER, 1998)

**Tabela 2: Período de duração da
Grande Depressão em vários países
(Ano/semestre)**

Pais	Ano de Início	Ano de Término
Estados Unidos	1929/3	1933/2
Reino Unido	1930/1	1932/4
Alemanha	1928/1	1932/3
França	1930/2	1932/3
Itália	1929/3	1933/1
Japão	1930/1	1932/3
Canadá	1929/2	1933/2
Bélgica	1929/3	1932/4
Holanda	1929/4	1933/2
Suécia	1930/2	1933/3
Suíça	1929/4	1933/1
Dinamarca	1930/4	1933/2
Polônia	1929/1	1933/2
Checoslováquia	1929/4	1933/2
Argentina	1929/2	1932/1
Brasil	1928/3	1931/4
Índia	1929/4	1931/4
África do Sul	1930/1	1933/1

Fonte: (PELLS; ROMER, 1998), elaboração própria

Os impactos da grande crise levaram os países a tomarem medidas protecionistas para sair da depressão, o que contribuiu para a queda do comércio internacional e para a queda de preço dos produtos primários. Essa queda nos preços levou os países produtores e exportadores de matéria prima a terem problemas com sua balança comercial. África do Sul, América Latina e parte da Ásia se viram obrigados a realizar políticas de ajuste fiscal e contração monetária. (PELLS; ROMER, 1998). Em 1932, o Brasil suspendeu o pagamento da dívida, que foi acompanhado também de uma crise política provocada pela mudança de regime político imposto por Getúlio Vargas. Com seu governo, medidas contracíclicas foram implantadas e o país pôde sair da crise e implantar um modelo industrial. (MARICHAL, 2016)

Uma das formas encontradas para recuperar as economias foi através da desvalorização das moedas e expansão monetária, assim como o abandono do padrão ouro, pois dava maior liberdade às economias. Países da América Latina, como Argentina e Brasil observaram recuperação em meados de 1935 após desvalorizarem suas moedas em 1929. (PELLS; ROMER, 1998)

Os Estados Unidos tiveram uma expansão monetária de 42% entre 1933 e 1937, o que causou um fluxo de ouro para o país. Agora esperando inflação, os agentes voltaram a tomar empréstimos e consumir. O país também teve grande recuperação nas taxas de emprego com o *New Deal*. E, a partir de 1941 o país havia aumentado seu PIB em 10% em relação aos níveis de 1929. (PELLS; ROMER, 1998)

Tensões pré-Segunda Guerra Mundial começaram a aflorar em meados de 1937, e investimentos governamentais em rearmamento contribuíram para a recuperação da economia e do emprego em alguns países da Europa e Japão.

A Grande Depressão causou inúmeros efeitos colaterais na economia mundial, entre eles a extinção do padrão ouro e regulação governamental sobre a economia dos países, que aumentou principalmente na década de 1930 e também o desenvolvimento de políticas macroeconômicas que focassem nas altas e baixas do capitalismo. (PELLS; ROMER, 1998)

1.3. Era de *Bretton Woods* 1944-1971

A era de *Bretton Woods* foram quase três décadas de relativa paz e prosperidade, com poucas crises que não tiveram efeitos graves na economia. A explicação a esse fato será estudada detalhadamente no capítulo 2, com a criação do prestador de última instância, o FMI, bem como quais características levaram ao período de menos crises da história.

A conferência de *Bretton Woods* deu-se em 1944, ainda com a Segunda Guerra Mundial ocorrendo, mas com os países participantes já encontrando formas de reparar os danos da guerra, para que não culminasse em outra grande depressão como a

ocorrida poucos anos antes, em 1929. Foi principalmente através da nova ordem geopolítica binária, como Estados Unidos e União Soviética como superpotências, que as grandes crises foram evitadas. (MARICHAL, 2016)

O pós guerra teve políticas eficientes para recuperação dos países afetados, com os aliados europeus, Alemanha e Itália, tendo suas dívidas perdoadas e não tendo reparações exigidas. Os Estados Unidos, através do plano Marshall, doou cerca de US\$ 12 bilhões para a restauração da Europa e Japão. (MARICHAL, 2016)

Com o fim da guerra, os Estados Unidos tornavam-se superpotência mundial e, ao longo das décadas de 1940 e 1950, o país teve grande investimento no setor bélico, contribuindo para sua posição de superpotência militar e grande crescimento no setor de construção com a idade do ouro do automóvel. A bolsa de valores norte americana estabilizou-se também, elevando o nível de confiança dos investidores, com uma tendência à expansão do mercado acionário, através da maior rentabilidade das empresas. (MARICHAL, 2016)

A Alemanha, destruída na guerra, alcançou cerca de 6% de crescimento ao ano na década de 1950, e o Japão alcançou crescimento de 9%. O crescimento não foi apenas devido ao investimento em reconstrução econômica e de infraestrutura, mas também permitiu aos países grande incorporação de novas tecnologias, permitindo o agrupamento de grandes empresas europeias e japonesas. (MARICHAL, 2016)

Embora com crescimento extraordinário em inúmeros países do globo, alguns passaram por problemas durante a época de *Bretton Woods*. O continente africano, por exemplo, presenciou vários países saindo de colônias para a independência. A América Latina também sofreu com golpes de estado em alguns países, mas mesmo assim obteve crescimento econômico surpreendente, atingindo uma média de 5% ao ano entre 1950 e 1970. Alguns países sofreram com surtos inflacionários e crises cambiais, porém as mesmas não culminaram em crises financeiras ou bancárias. (MARICHAL, 2016)

O fim do período de bonança de *Bretton Woods* começou a surgir no início da década de 1960. Países como Alemanha e Japão aumentaram consideravelmente suas exportações e a balança comercial dos Estados Unidos passou a ficar cada vez mais deficitária. Como o dólar era conversível em ouro, as reservas tinham que ser mantidas a patamares aceitáveis, e os déficits já começavam a preocupar. As corridas especulativas estavam afetando vários países em desenvolvimento, reduzindo suas reservas. As soluções de *Bretton Woods* também eram muito rígidas, impedindo que as medidas funcionassem de modo eficiente em todos os países.

Rivalidades começaram a surgir entre países da Europa e Estados Unidos também, principalmente em países de moeda forte, como a França. O país iniciou uma política de compra de ouro que comprometia os Estados Unidos, que mantinham sua moeda conversível ao metal. Isso enfraqueceu o regime vigente, principalmente entre os países industrializados. A conversibilidade manteve-se até 1971, mas apenas com a sustentação forçada do regime por ministros de países da Europa e Japão, que concordaram em administrar o ouro de forma a facilitar a entrada do metal a países com déficits em suas balanças. (MARICHAL, 2016)

A volatilidade dos mercados aumentou cada vez mais no final da década de 1960, com as novas multinacionais e bancos globais. Esses novos agentes abriram uma brecha no mercado financeiro para novos instrumentos financeiros, como o Eurodólar. Os mercados de divisas também obtiveram grande expansão e especulação globais. (MARICHAL, 2016)

Em 1970, os Estados Unidos acumulavam um déficit no balanço de pagamentos de US\$ 13 bilhões, e a especulação com a moeda só aumentava. A corrida para a troca da moeda pelo ouro começou a crescer e o FED começou a ser pressionado, até que aumentou a emissão monetária, tanto por questões comerciais quanto para cobrir seus custos com a guerra do Vietnã. A incerteza em relação ao dólar apenas aumentou, até que, em agosto de 1971, o *Federal Reserve* suspendeu a troca de dólares por ouro. Isso obrigou alguns países a apreciarem suas moedas, e outros a depreciarem-na. Foi o fim dos acordos de *Bretton Woods* e o início de uma era de instabilidade financeira. (MARICHAL, 2016)

1.4. Pós-*Bretton Woods* e o fim do milênio: 1973 – 2006

Entre as décadas de 1970 e o fim do século XX, o mundo passou por 112 crises bancárias em 93 países. A primeira onda ocorreu com altos empréstimos bancários feitos ao chamado terceiro mundo; países que não eram potências industrializadas e nem participavam do regime socialista, principalmente países da América Latina. (KINDLEBEGER, 2013)

O choque do petróleo ocorrido em 1973 iniciou-se com a guerra do Egito e Síria contra Israel. Esta não durou muito, mas deu o pontapé inicial para uma guerra econômica. Os países membros da OPEP juntaram-se para utilizar o petróleo como instrumento de pressão contra os Estados Unidos. O choque foi o princípio de uma recessão que causaria danos na década seguinte, que também teve como característica a volatilidade dos mercados devido ao fim da era de *Bretton Woods*. (MARICHAL, 2016)

O aumento de preço do barril de petróleo provocou uma inflação generalizada, juntamente com as políticas de expansão monetária que os Estados Unidos, Europa e Japão iniciaram. Os países industrializados, mais afetados pelo surto do preço do petróleo, tiveram de tomar medidas para reduzir o uso do combustível e criar outras fontes alternativas de energia. Os países da OPEP, altamente beneficiados com a alta, gastaram boa parte das reservas em equipamentos militares, dos Estados Unidos, Europa e União Soviética. Iniciou-se uma era de alta lucratividade para multinacionais, enquanto o mundo passava por recessão. (MARICHAL, 2016)

Esse aumento da oferta global de dinheiro, principalmente os petrodólares, receitas elevadas oriundas dos altos preços do petróleo, vindos de exportações militares para países membros da OPEP, permitiu que bancos vissem oportunidades de investimentos nos países exportadores de produtos primários, que apresentavam boas taxas de crescimento, beneficiados pelo aumento de preço de produtos primários, além de altas taxas de juros.

O problema não exposto na época era que os países exportadores de *commodities* estavam obtendo altas taxas ilusórias de crescimento, devido ao

aumento do preço dos produtos exportados. O grande fluxo de empréstimos feitos a esses países corroborou ainda mais para esse crescimento ilusório. O endividamento externo desses países, principalmente os da América Latina foram estratosféricos. Os empréstimos superaram os 500 bilhões de dólares na década de 1970. Os maiores bancos dos Estados Unidos tinham mais de 100% de seu capital em empréstimos na América do Sul. O *Citibank* tinha 174% de seu capital nesses empréstimos, seguido do *Bank of America*, com 158% e o *Chase Manhattan*, com 154%. (MARICHAL, 2016)

Vários países latino-americanos estavam em regimes ditatoriais e seus governos aproveitaram o fluxo de empréstimos para investimento em estatais, além de aumentar o aporte militar. O Brasil utilizou boa parte dos recursos externos para financiamento da Petrobras, Eletrobrás e complexo militar, através do II PND. O sucesso do plano dependia da entrada de recursos e empréstimos de longo prazo. O II PND conseguiu implementar as inovações, mas com altíssimo custo ao país, com grande aumento da dívida externa. (KINDLEBEGGER, 2013)

Muitos acreditavam na impossibilidade de um país quebrar, portanto viram baixo risco nesses empréstimos. Os fluxos de empréstimos aumentaram cada vez mais, e o pagamento de juros dos empréstimos anteriores era menor que a taxa de novos empréstimos adquiridos. Com as despesas muito maiores que as receitas, uma bolha de fluxos de caixa surgiu e sua ruína deu-se em 1979. (KINDLEBEGGER, 2013)

O ano de 1979 teve dois acontecimentos: o segundo choque do petróleo, ocorrido após a derrota do xá do Irã; e o plano *Volker*, dando início a uma forte política contracionista nos Estados Unidos, aumentando suas taxas de juros, que ocorreu entre 1980 e 1982. As taxas de juros em meados de 1980 chegaram aos 10% ao ano. A política contracionista norte-americana implicou também o estabelecimento de uma reserva mínima para os bancos, reduzindo sua possibilidade de ofertar crédito.

O efeito *Volker* teve êxito em reduzir a inflação estadunidense, mas provocou brusca recessão, não só nos Estados Unidos, mas também na Europa Ocidental, freando a economia global. Com a redução do crédito, e também uma nova onda de incertezas pelo segundo choque do petróleo, os países pararam de oferecer empréstimos de longo prazo as economias em desenvolvimento. Esses países foram

obrigados a tomar empréstimos de curto e médio prazo a altas taxas, apenas para rolar sua dívida, até que, em 1982, o governo do México anunciou que não tinha mais condições de pagar sua dívida. Foi o início da crise internacional das dívidas externas. (MARICHAL, 2016)

O total das dívidas era cerca de US\$ 500 bilhões e a suspensão dos pagamentos poderia colapsar a economia mundial. A continuidade do pagamento da dívida dessas nações devedoras era indispensável para manter o funcionamento da economia mundial.

O FMI, juntamente com o Banco Mundial, começaram um pacote de ajuste fiscal drástico, não apenas para a economia mexicana, mas também para outros países, na América Latina, Europa Oriental, Ásia Oriental e países africanos que, viram como única forma de pagamento das dívidas a emissão monetária e, após isso, começaram a suspender o pagamento de suas dívidas.

Os pacotes de salvamento incluíram exigências a serem cumpridas pelos países resgatados. Cada pacote era feito individualmente, seguindo as características de cada país, mas em sua maioria incluíram desvalorização monetária, de forma a diminuir suas importações para sobrar reservas de forma a pagar a dívida. Aumentou-se a tributação e houve severa redução nos gastos governamentais. As mudanças econômicas não impediram surtos inflacionários causados pela emissão monetária; a América Latina teve inflação média de 200% entre 1984 e 1985. Argentina e Brasil tiveram suas cifras inflacionárias em 1000% entre 1988 e 1989 e a década de 1980 ficou conhecida para a América Latina como a década perdida. (MARICHAL, 2016)

A segunda bolha ocorreu no Japão. Ela teve início nos anos 1950, em que o PIB japonês começou a crescer a taxas atrativas logo após a Segunda Guerra Mundial. Suas exportações aumentaram e o Banco Central do Japão começou a afrouxar as regulamentações financeiras. O yen estava desvalorizado e o governo tentava manter a moeda dessa forma, aumentando assim a oferta monetária. Isso permitiu aos bancos maior disponibilidade de ofertar crédito. Acreditava-se que a saída de dinheiro através de empresas japonesas em investimentos estrangeiros e o investimento no setor imobiliário manteriam o yen desvalorizado. (KINDLEBEGGER, 2013)

O aumento em investimentos imobiliários começou a ser altamente atrativo e o preço dos imóveis explodiu em um período de tempo muito curto. Como os bancos investiram no setor imobiliário, quando o mesmo aumentava seu valor o capital bancário aumentava na mesma proporção, permitindo que os bancos ofertassem ainda mais crédito.

A especulação era tão atrativa que não foram apenas os imóveis a terem seus preços valorizados. Os preços das ações também foram elevados, que também aumentava o capital bancário. No final dos anos 1980, antes do estouro da bolha, o mercado japonês encontrava-se a níveis estratosféricos. Os imóveis e as ações japonesas tinham o dobro do valor dos equivalentes norte-americanos, mesmo que o PIB japonês fosse menos da metade do PIB dos Estados Unidos. É claro que investidores estrangeiros não ficaram de fora dessa grande oportunidade, especulando nas ações japonesas. (KINDLEBEGGER, 2013)

O valor dos imóveis aumentava em 30% ao ano e os empréstimos concedidos eram de 70% do valor do imóvel. Os agentes compravam inúmeros imóveis, devido a sua valorização e os alugava, para cobrir o valor dos juros. O problema é que os preços dos imóveis aumentaram mais que o valor pago dos aluguéis, mantendo um fluxo de caixa negativo para os investidores. Os mesmos, de forma a cobrirem suas despesas, tomavam ainda mais empréstimos com a valorização de seus imóveis.

Em 1989, antes do estouro da bolha, os preços eram tão descomunais que as hipotecas oferecidas pelos bancos eram de cem anos. O presidente do Banco do Japão começou a preocupar-se com os preços estratosféricos e criou uma regulamentação para restringir os empréstimos imobiliários dos bancos. Essa restrição monetária limitou os compradores de imóveis, que não mais podiam tomar empréstimos para pagar os juros de suas hipotecas. Os investidores tiveram que optar pela venda de seus imóveis. Mas a combinação dos altos preços com a restrição de crédito fez com que o preço caísse. (KINDLEBEGGER, 2013)

No início de 1990, os preços começaram a declinar. As ações caíram 60% entre 1990 e 1991. O *looping* foi inevitável. Os agentes passaram a pôr à venda as casas para quitar os empréstimos. A oferta de casas à venda passou a ser muito maior que

sua demanda e os preços despencaram. Para tentar obter liquidez, os agentes passaram a liquidar suas ações, que também tiveram suas preços altamente reduzidos. (KINDLEBEGGER, 2013)

A recessão japonesa diminuiu suas importações e as empresas japonesas aumentaram suas exportações para compensar a queda na demanda doméstica. A balança comercial do Japão passou a ser superavitária e a valorização do yen foi inevitável. A valorização da moeda desestimulou as empresas exportadoras, que passaram a investir em países com mão de obra mais barata, como China, Malásia e Tailândia. Foi a partir dessa migração de investimentos que a terceira bolha se formou. (KINDLEBEGGER, 2013)

Em 1994, o México iniciava seus acordos e mudanças internas para entrar no bloco que incluía os Estados Unidos e o Canadá, chamado NAFTA. Centenas de empresas foram privatizadas, e implementaram uma política fortemente contracionista, para baixar a inflação. O país passou a ser fonte de baixo custo para empresas norte-americanas, e altos fluxos de capitais migraram para o México, o PIB do país aumentou para 6% em 1994. (KINDLEBEGGER, 2013)

A crise mexicana, como todas as crises ocorridas na América Latina, foi uma crise de dívida. A dívida externa de longo prazo do país encontrava-se em US\$ 122 bilhões, enquanto que a dívida de curto prazo estava na casa dos US\$ 57 bilhões. Com incidentes políticos em 1994, a primeira fase da fuga de capitais retirou cerca de 10 bilhões de dólares do Banco do México. O clima de incerteza pairou sobre o país. No mesmo ano, mais fuga de capitais ocorreram, até que as reservas internacionais mexicanas chegaram a menos de US\$ 4 bilhões. O Banco Central viu-se forçado a aplicar a livre flutuação da moeda e os ataques especulativos provocaram uma desvalorização de 100% da moeda local. (MARICHAL, 2016)

O pacote de resgate feito pelos Estados Unidos ao México foi o maior organizado por um único país, oferecendo mais de US\$ 40 bilhões. A crise mexicana provocou grandes quebras e falências em empresas mexicanas, gerando alto desemprego. (MARICHAL, 2016)

Os fluxos de capital vazados da bolha imobiliária japonesa e da crise de dívida mexicana migraram para o leste asiático. Com uma abundância de mão de obra barata, era atrativo investir em construção de empresas na região. As reservas cambiais e a oferta monetária do Leste Asiático aumentou rapidamente, assim como seu PIB, sendo comparados ao crescimento japonês dos anos 1950. No início dos anos 1990, o preço das ações dos países do leste asiático praticamente dobraram de valor, assim como o setor imobiliário e a atividade manufatureira. A causa da bolha foi externa, devido às empresas norte americanas, europeias e japonesas migrando seu chão de fábrica para esses países. O fluxo monetário foi inicialmente investido em construção de fábricas, voltadas principalmente para exportação. (KINDLEBEGGER, 2013)

No início de 1996, as companhias de crédito tailandesas sofreram perdas em seus empréstimos, preocupando os investidores, que iniciaram uma fuga de capitais do país, causando forte desvalorização da moeda. Essa desvalorização trouxe consigo um efeito contágio aos demais países do leste asiático. As moedas dos países foram depreciadas em mais de 30% e as ações caíram entre 30% e 60%, devido a saída de capitais. (KINDLEBEGGER, 2013)

Os efeitos colaterais da implosão da bolha no Leste Asiático surgiu no Brasil um ano depois. Com a implementação do Plano Real, uma migração de capitais ocorreu no país. O controle inflacionário corroborou para um aumento na bolsa de valores brasileira. A migração dos fluxos de capitais ao Brasil financiaram os déficits externos causados pelo grande aumento do consumo de importados, em consequência a moeda valorizou-se, causando uma crise cambial. (KINDLEBEGGER, 2013)

As crises nos mercados emergentes mostraram um grande problema de má regulamentação dos mercados financeiros e bancos dos países, além do lapso do FMI em prevenir os emergentes das crises, ao invés de apenas salvá-los quando necessário, já que muitas dessas crises foram notadas com alguma antecedência, principalmente as crises de dívida externa.

Nos Estados Unidos, a chamada bolha *pontocom* teve seu início entre 1982 e 1999, quando as bolsas de valores do país subiram de 60% do PIB norte-americano

para 300%. A economia estadunidense cresceu durante os anos 1990, a inflação caiu de 6% para 2% até o final da década, a taxa de desemprego caiu para 4% e o crescimento da economia aumentou de 2,5% para 3,5%. Os gestores do FED não estavam muito preocupados com o crescimento das bolsas, pois a economia estava forte. (KINDLEBEGGER, 2013)

O mundo passava por uma transformação tecnológica sem precedentes, principalmente no ramo da informação. O custo de armazenamento e envio caiu, as corretoras passaram a funcionar online, e o custo das transações despencaram, permitindo que um novo tipo de investidor surgisse: os *day traders*. O *boom* dessa nova indústria atraiu os investidores, e as *Venture Capitals*, ou *VC's*, especialistas em investir em capital de risco, cresceram. Seus investimentos tinham como intuito a oferta pública das ações das companhias em um período de três a cinco anos. As primeiras empresas investidas pelas *VC's* trouxeram grande taxa de retorno, o que atraiu um grande número de investidores. (KINDLEBEGGER, 2013)

O capital disponível para as *Venture Capitals* investirem nessas novas empresas de tecnologia aumentou e as novas empresas investidas teriam sua oferta inicial de ações (IPO) em pouco tempo. Os bancos interessados em fazer a primeira oferta das ações estudavam o mercado e a empresa para estabelecer o preço e a quantidade de ações vendidas no IPO. O mercado estava tão atraído pelas novas tecnologias que todas as ações negociadas na IPO tinham seu preço valorizado logo no primeiro dia, tendo uma valorização ainda maior nos primeiros meses.

Esse mercado inicial das ações começou a ser extremamente atrativo para os investidores, e os bancos passaram a esperar uma demanda nos IPO's cada vez maior, portanto estabeleciam o preço menor, de forma que a explosão de preço das ações nos primeiros meses de venda fosse ainda maior. Os Estados Unidos encontravam-se num ciclo: os bancos estabeleciam um preço inicial de forma que a explosão dos preços das ações ainda no primeiro dia fosse o maior possível; dessa forma, cada vez mais investidores eram atraídos para as ofertas iniciais. A grande demanda permitia que ainda mais investidores estivessem dispostos a colocar seu capital nas *VC's* e em suas empresas de risco. (KINDLEBEGGER, 2013)

A alta especulação foi alertada em 1996 pelo presidente do Banco Central norte-americano, Alan Greenspan, que usou o termo “exuberância nacional” para descrever a alta cada vez mais infundada do mercado de ações estadunidense. O desenvolvimento tecnológico passou a guiar as finanças. No final dos anos 1990, os computadores e o armazenamento de informações tinham seus preços barateados e custo de produção reduzidos. O mundo estava conectado de uma forma nunca antes vivida, com os mercados vinculando-se e interligando-se. (KINDLEBEGGER, 2013)

Novamente como a maioria das bolhas, pensavam ser impossível esse novo negócio afundar. Mais e mais empreendedores viam um mercado lucrativo e criavam companhias tecnológicas, que eram muito bem recebidas pelos investidores, cuja demanda por novas ações era muito maior que sua oferta. Em 1995, os preços das ações cresceram 34%, em 1996 as cifras foram de 25%. Nessa época, dois fatores ocorreram para esse aumento: a flexibilização da política monetária dos Estados Unidos e a desvalorização da moeda mexicana. Os dois fatores contribuíram para um fluxo abundante de reservas para os Estados Unidos, voltados às ações, que tiveram seus preços ainda maiores. Com a valorização do dólar aumentou-se a riqueza do país. A valorização das ações norte-americanas atraiu muitos investidores estrangeiros. O maior número eram investidores europeus. A fuga de capitais da Europa desvalorizou o euro. (KINDLEBEGGER, 2013)

O déficit na balança comercial dos Estados Unidos apenas aumentava e o preço das importações declinavam, fazendo com que a inflação caísse. O Banco Central norte-americano não sentiu necessidade de contrair a política monetária. No início do novo milênio, a liquidez norte-americana começou a ser reduzida e os preços das ações iniciaram sua queda. A implosão da bolha causou recessão no país. As ações negociadas na NASDAQ, bolsa de valores especializada em empresas tecnológicas, caíram 80%.

O período entre as décadas de 1970 e 2000 teve o fluxo de dinheiro entre os países como característica principal, e mostrando-se em crescimento cada vez maior, com custos cada vez menores. Essa conexão a níveis nunca antes vistos mostrou como as bolhas e crises passaram a ser cada vez mais interligadas e com mais facilidade de serem exportadas para outros países. (KINDLEBEGGER, 2013)

1.5. Crise do *subprime*, 2008

A bolha imobiliária dos Estados Unidos que veio a causar a crise mundial de 2008 teve seu início em 2002 com a alta dos imóveis; mas a principal característica do contágio global veio desde a década de 1990, com a introdução e criação de inovações financeiras de alto risco, com cada vez menos supervisão. A intensa globalização vivida na época também corroborou para interligar os mercados globais de forma nunca antes vista.

Após a bolha *pontocom*, a Reserva Federal dos Estados Unidos aumentou a expansão monetária para que o mercado de capitais e a economia do país pudessem se recuperar. Com a expansão da moeda, a taxa de juros foi diminuída, de 6,5% em 2001, a 1% em 2003. Com essas medidas, a expansão do crédito foi inevitável e, a partir de 2003, a economia norte-americana iniciou sua recuperação da recente bolha tecnológica. Mesmo com a recuperação da economia, as taxas de juros do país seguiram baixas, com o banco central estadunidense favorecendo o crescimento da bolsa e o aumento dos créditos oferecidos pelo banco. O consumo da população aumentou, e, juntamente com a facilidade do crédito, permitiu-se que o mercado imobiliário crescesse. Com o setor imobiliário aquecido, novos instrumentos do mercado hipotecário surgiram. (MARICHAL, 2016)

O país também sofreu forte desregulamentação financeira nessa época, principalmente com a suspensão da Lei *Glass-Steagall*, que antes separava bancos comerciais de bancos de investimento. Isso abriu um leque de novos investimentos e riscos a serem tomados pelos bancos comerciais. Houve também uma reforma, aprovada pelo órgão governamental responsável pela regulamentação e supervisão dos mercados financeiros, que permitia maior nível de alavancagem dos bancos, que é o nível de endividamento que o banco pode ter em relação ao montante de seu capital. (MARICHAL, 2016)

Dois paradoxos cercaram a crise de 2008: o primeiro foi que, mesmo com as quedas nas taxas de juros do país, os Estados Unidos continuaram a ter um fluxo crescente de capitais estrangeiros. O segundo ponto foi que geralmente o setor imobiliário e a bolsa seguem em sentido oposto, ou seja, quando a bolsa está

aquecida, o setor imobiliário está desaquecido, e vice versa. Esse não foi o caso durante os anos que precederam o colapso mundial. Tanto o mercado imobiliário quanto o mercado de ações seguiram em crescimento constante.

Esses paradoxos permitiram que duas bolhas simultâneas fossem criadas nos Estados Unidos: a imobiliária e a da bolsa de valores. A securitização, venda da dívida em empréstimos como investimentos, criada em 1970, permitiu ainda mais afrouxamento nos empréstimos hipotecários, com cada vez menos garantias e mais risco, que aumentou em grande escala a partir dos anos 2000. (KINDLEBEGER, 2013) Os empréstimos desse tipo aumentaram de US\$ 2,5 trilhões nos anos 1990, para US\$ 5 trilhões em 2001, até chegar ao exorbitante valor de 10,4 trilhões de dólares no seu ápice em 2007. (MARICHAL, 2016)

A alta demanda imobiliária valorizou o preço das casas, 73% entre os anos de 1997 e 2005, permitindo que os agentes não se preocupassem com a tomada de empréstimos, pois acreditava-se que sempre seria possível vender os imóveis a um valor mais alto, podendo assim liquidar seus empréstimos e ainda ter um lucro em cima disso. Mas não foram apenas os imóveis norte-americanos a serem valorizados: na Austrália, a valorização foi de 114%, na Espanha, 145%. Praticamente, todas as economias vivenciaram um período de afrouxamento das políticas monetárias e redução no custo do crédito. O contínuo enriquecimento da população mundial contribuiu para mascarar os problemas da desregulamentação em níveis mundiais. (ROUBINI, 2010)

A valorização também atraiu investidores com essa ideia de venda a curto prazo. As exigências para conseguir um empréstimo hipotecário eram cada vez menores e, cada vez mais um número maior de bancos liberava empréstimos para pessoas de alto risco, os chamados *subprime*.

Tanto as agências de classificação de risco, quanto a Reserva Federal subestimaram os perigos desse tipo de empréstimos. O presidente do FED da época, Alan Greenspan, até incentivou os empréstimos de alto risco com o seguinte discurso: (MARICHAL, 2016)

A inovação tem apontado uma multidão de novos produtos (financeiros), como os empréstimos *subprime* e os créditos especiais para imigrantes. Esses desdobramentos são representativos das respostas do mercado que têm impulsionado a indústria de serviços financeiros desse país ao longo da história... (MARICHAL, 2016, pg 243)

Os bancos viram nos empréstimos hipotecários um novo tipo de investimento para oferecer aos clientes em busca de diversificação. Foram desenvolvidos mecanismos para transformar os créditos concedidos em valores comercializáveis, de forma a transmitir os riscos do banco para os investidores, num processo de securitização. Esses títulos lastreados em hipotecas, conhecidos como CDOs, ou *collateralized debts obligations*, eram montados com várias hipotecas, tendo diferentes graus de risco.

Os de menor risco tinham em sua carteira apenas hipotecas de baixo risco de inadimplência, com menores ganhos em suas carteiras. Os de risco intermediário tinham uma porcentagem de hipotecas mais arriscadas e as CDOs de alto risco tinham boa parte em hipotecas com alta chance de inadimplência, mas ofereciam os maiores ganhos. O problema foi que a alta demanda por títulos securitizados levou-os a altos graus de complexidade para atender aos investidores. Passou-se a combinar CDOs com outros CDOs, CDOs de CDOs de CDOs, CDOs sintéticos, inúmeros tipos cada vez mais complicados de terem seus riscos medidos e regulamentados. (ROUBINI, 2010). Dessa forma, o mercado financeiro passou a ficar altamente atrelado com o setor imobiliário e mais crédito era disponibilizado para hipotecas.

Uma das razões para a crise ter se tornado global foi que os Banco Centrais de vários países começaram a investir suas poupanças nos novos títulos atrelados a hipotecas, pois as agências de classificação de risco davam alta qualificação a esses investimentos.

As cifras de endividamento pré-crise atingiram níveis estratosféricos. As famílias, que antes tinham uma média de contração de dívida em 65% em 1981, passou para 135% em 2008. A facilidade do crédito e o aumento da alavancagem permitiam que a população adquirisse imóveis cada vez mais caros e com entradas cada vez menores ou inexistentes, devido à alta alavancagem permitida pelo mercado.

O setor financeiro teve sua dívida aumentada de 22% para 117% do PIB, um aumento de mais de cinco vezes.

Um dos tipos de hipotecas ofertados era o de taxas ajustáveis, com taxas de juros mais baixas durante os primeiros anos e amortização da hipoteca. Em 2006, os preços dos imóveis atingiram seu ápice, para iniciarem uma desvalorização no início de 2007. Nesse ano, essas taxas de juros hipotecários foram reajustadas e as dívidas passaram a ser maiores que o valor de mercado das propriedades. Quanto mais os imóveis eram desvalorizados, mais pessoas não conseguiam cumprir com o pagamento das hipotecas.

A suspensão dos pagamentos das hipotecas, principalmente de pessoas de baixa renda começou em 2006, e foi o início da interrupção de pagamentos de centenas de milhares de hipotecas que ocorreram entre os anos de 2006 e 2008, causando falência generalizada. Foi em 2006 que a contração do setor imobiliário começou a preocupar e afetar a economia. Em 2007, os imóveis já haviam retraído seu preço em 10% e agências hipotecárias começaram a demonstrar os primeiros sinais de problemas. O banco *Bear Stearns* teve o primeiro fundo em problemas, tendo que suspender o saque dos fundos com problemas. (MARICHAL, 2016)

Os fundos europeus também iniciaram suas quebras em 2007, mas foi apenas no segundo semestre de 2007 que a gravidade da crise começou a ser amplamente divulgada. Os primeiros problemas em instituições financeiras ao redor do mundo criaram um panorama propício para uma crise de confiança. Houve uma corrida em massa contra o banco *Northern Rock*, da Grã-Bretanha, que teve de ser salvo pelo governo, com um empréstimo de 25 bilhões de libras esterlinas, o banco suíço UBS também sofreu uma depreciação de cerca de US\$ 3,4 bilhões. (MARICHAL, 2016)

Nos Estados Unidos, a situação continuava a se agravar, com perdas massivas no valor dos ativos dos bancos, corretoras e agências hipotecárias, até que o banco central adotou a redução de 4,75% para 4,25% da taxa de juros como forma de estimular o crédito, injetando também US\$ 12 bilhões na economia. (MARICHAL, 2016). Não foram apenas os bancos a sofrerem com o pânico. Os mercados de ações

tiveram perdas massivas em Nova York, Londres, Paris, Frankfurt, Xangai e Tóquio. (ROUBINI, 2010)

Foi em 2008 que a crise aprofundou-se ainda mais. O banco *Bear Stearns*, primeiro a ter problemas com seus fundos hipotecários no início de 2007, declarou estado de falência em março de 2008, com suas ações caindo mais de 90%. O banco J.P. Morgan resgatou o banco através da compra de suas ações a irrisório preço de dois dólares por ação. No mesmo mês, tanto o *Goldman Sachs* quanto o *Lehman Brothers* anunciaram queda de aproximadamente 50% em seus ganhos anuais. (MARICHAL, 2016)

Para piorar ainda mais a situação, ocorreu grande especulação no preço do barril de petróleo, que subiu para mais de 150 dólares em princípios de 2008. Como os Estados Unidos eram grandes consumidores do combustível, o aumento de preço piorou ainda mais a situação da população. No meio do ano, as maiores agências hipotecárias dos Estados Unidos, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* necessitaram de resgate governamental para não irem à falência, e o governo adquiriu US\$ 200 bilhões em ações das empresas. (MARICHAL, 2016)

Em 15 de setembro de 2008, o quarto maior banco de investimento de *Wall Street*, *Lehman Brothers* declarou falência e, não tendo resgate governamental, produziu-se um pânico generalizado na economia mundial, pois ninguém mais sabia quais instituições tinham liquidez suficiente para não afundarem. Com sua bancarrota, quase US\$ 690 bilhões evaporaram da economia mundial. A Noruega, que investia em fundos hipotecários dos Estados Unidos através do *Lehman Brothers*, perdeu mais de 800 milhões de dólares dos excedentes fiscais do país. (MARICHAL, 2016)

Tendo início como uma crise de liquidez, passou a ser uma crise de insolvência, com perigo de quebra de inúmeros bancos e instituições financeiras. Com isso, os seis maiores bancos centrais do mundo, Estados Unidos, Europa, Japão, Canadá, Inglaterra e Suíça, reuniram-se para criar um pacote de medidas de forma a salvar o mercado bancário global. A cifra combinada para o salvamento foi de 180 bilhões de dólares. Os Estados Unidos também lançaram um plano de emergência, ou Plano

Paulson, utilizando recursos fiscais para resgatar a economia. O plano injetou 700 bilhões de dólares na economia norte-americana. (MARICHAL, 2016)

Com a crise, grandes mudanças no mercado financeiro ocorreram. Goldman Sachs e Morgan Stanley, passaram de bancos de investimento para *holdings* bancárias, Merrill Lynch fundou-se com o *Bank of America* e muitas instituições foram resgatadas pelo governo norte-americano, que comprometeu-se em comprar US\$100 bilhões em ações de cada empresa, como a Fannie Mae, Freddie Mac, que juntas gerenciavam cerca de US\$ 2,8 trilhões em hipotecas. A maior seguradora do país, AIG, também teve que ser resgatada pelo governo, através de um empréstimo de 85 bilhões de dólares, passando a controlar 80% das ações da empresa. Estima-se que o total de resgates e estímulos à economia tenham chegado aos 6,61 trilhões de dólares. (MARICHAL, 2006)

Na União Europeia, os resgates chegaram a cifra de 2 trilhões de dólares; a China e o Japão tiveram resgates e estímulos na economia num montante de US\$ 700 bilhões. Na América Latina, entretanto, não houve pânico ou colapsos bancários. Suas exportações caíram, os investimentos externos também, mas a volatilidade das economias não ganharam força como no passado, embora tenham enfrentado uma recessão em menor escala que os países do centro, mas com desvalorização em suas moedas e algumas poucas crises bancárias. A América Latina mostrou que estava com suas políticas mais fortalecidas e suas dívidas soberanas mais controladas. (MARICHAL, 2016)

O comércio internacional também sofreu grandes perdas com a crise. Em 2009 as exportações caíram em 30% na China e Alemanha e 47% em Cingapura, levando os países a uma grande recessão. O transporte marítimo também sofreu, com sua quase completa estagnação, numa queda de 90%. Os sistemas bancários perderam cerca de US\$ 2 bilhões, as bolsas e o setor hipotecário perderam, juntos, trilhões de dólares e, entre 2007 e 2011, cerca de 50 a 70 milhões de pessoas sofreram com o desemprego. (ROUBINI, 2010)

Como diz Marichal (2016), a crise de 2008 mostrou que os mercados financeiros não podem ficar desregulamentados devido à crescente instabilidade e dinamismo dos mercados globais.

1.6. Pós- crise 2008

Não totalmente desvinculada da crise de 2008, iniciou-se na mesma época uma crise de dívidas soberanas na Europa. Na década de 1970, com o término de *Bretton Woods* e o início do Plano *Volker*, a economia norte-americana retoma seu crescimento, permitindo o favorecimento da Europa. Dessa forma, iniciou-se um novo processo de integração europeia. Em 1999, o Banco Central Europeu passou a implementar uma política monetária comum entre os países membros. Um dos problemas enfrentados pela nova política monetária desses países foi a ausência de um prestador central de última instância. (GONTIJO, 2013)

Os principais países membros que sofreram com maior instabilidade dentro da União Europeia foram os chamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha). Desde o início da UE esses países tinham déficits, dívidas e taxas de inflação mais elevados, embora relativamente sob controle. A partir de 2009, a zona do euro passou a enfrentar crise de dívidas soberanas. Uma das causas para essa crise foi que, em tempos de crescimento, os governos não ajustaram suas dívidas. (GONTIJO, 2013)

O país que mais sofreu com a crise foi a Grécia. Tendo durado até meados de 2017, foi a maior crise que uma economia desenvolvida sofreu na história moderna. A dívida grega iniciou sua trajetória de crescimento em 1981. Nesse ano, sua dívida em relação ao PIB era de 78%, crescendo em 1993 para 95% do PIB. Em 2009, a dívida já encontrava-se em 127% subindo a aproximadamente 180% em 2015. Somado ao crescimento contínuo da dívida, a Grécia, embora apresentasse taxas de inflação controladas, que encontravam-se em 20% nos anos 1990, mas caíram para 3% até o final da década e mantendo-se até 2010, ainda eram mais altas que em outros países europeus, cujas taxas inflacionárias giravam em torno de 1%. A taxa de câmbio

também foi um fator chave para pressionar a dívida grega. Entre 2002 e 2008, o euro apreciou-se em 50% em relação ao dólar, levando a economia grega de um superávit para um déficit de mais de 15%. (NIKIFOROS; PAPADIMITRIOU; ZEZZA, 2015)

O déficit foi colocado de lado devido ao período de euforia que o mundo presenciava na pré-crise de 2008, e que o mundo experimentava um grande fluxo de capital externo fluindo entre os países, juntamente com a liberalização do mercado financeiro. O período de euforia permitiu ao setor privado grego aumentar seus déficits, até 2009, quando o setor privado recuou, de forma que os déficits foram refletidos para o governo. Dessa forma, a crise inicialmente de dívida da Grécia passou a ser uma crise na conta corrente do balanço de pagamentos. (NIKIFOROS; PAPADIMITRIOU; ZEZZA, 2015)

Em 2010, com a dívida em 127% do PIB e um taxa negativa de crescimento em -4,3%, a necessidade de rolagem da dívida grega fez com que o Governo grego e líderes da comissão europeia e o FMI entrassem em um acordo para um pacote de resgate do país. O acordo exigia um rigoroso ajuste fiscal e reformas estruturais. O programa conteve três partes, que ao todo distribuíram 215,9 bilhões de euros a economia grega, sendo que desse montante, 183,9 bilhões vieram de fontes europeias e 32 bilhões do Fundo Monetário Internacional. Quase todo o resgate foi para pagamento de instituições internacionais ou para a injeção de liquidez nos bancos. (NIKIFOROS; PAPADIMITRIOU; ZEZZA, 2015)

CAPITULO 2 – O PADRÃO DAS CRISES: UMA ANÁLISE

2.1. Bolhas, Manias e Crises

Mesmo com suas diferenças, a grande maioria das crises e bolhas financeiras segue um padrão similar. O modelo padrão para as crises inicia-se com um choque que leva a expansão de crédito, seguida por um crescimento econômico, transformado em um *boom*, aumento do otimismo e a tendência ao risco. O efeito manada leva a crescimentos cada vez mais insustentáveis dos preços dos ativos, e a crença é que a economia finalmente encontrou seu patamar de crescimento sem escalas. Há uma pausa no crescimento e os agentes ficam mais cautelosos, iniciando as vendas de seus ativos. A queda dos preços leva os bancos a restringirem o crédito e o pânico inicia-se. Todos querem vender os ativos e ninguém quer compra-los, fazendo com que os preços despenquem. Exageros, quando moderados, acabam sozinhos e sem que a economia tenha elevados danos, apenas alguns investidores sofrem grandes perdas. A questão é quando a euforia passa para mais de um setor na economia, e muitos agentes e bancos estão envolvidos. (KINDLEBEGGER, 2013)

As manias são associadas à euforia econômica. Iniciam-se com o aumento do otimismo do crescimento econômico, já que o crédito é ofertado em abundância e os agentes passam a ostentar um consumo irreal. Uma de suas ocorrências foi quando a bolha imobiliária japonesa estava em formação, nos anos 1980, em que as empresas e investidores consumiam milhões de dólares em obras de arte e em grandes obras de construção civil, apenas pelo baixo custo do crédito, para mostrar exuberância. Nesse período de euforia, os agentes passam a esperar ganhos de curto prazo com o mercado acionário e imobiliário. (KINDLEBEGGER, 2013)

A queda do mercado surge da mesma forma que começou: irracionalmente. A ocorrência de algum evento isolado, como a mudança política ou uma falência inesperada, leva os ativos a terem seus preços congelados, assim como o crédito começa a ficar escasso. Os agentes, que antes tomavam empréstimos para financiar a compra de seus ativos, agora passam a vendê-los para pagar seus empréstimos.

Inúmeros agentes na mesma situação passam a vender os ativos, que iniciam sua trajetória de queda nos preços. O comportamento de manada faz com que outros agentes entrem na corrida para vender seus ativos, tornando o comportamento de oferta maior que a demanda autossustentável. Os preços dos ativos, sejam eles imóveis, ações ou *commodities*, caem entre 30% e 40% de seu pico em pouquíssimo tempo, levando a falências e desaceleração da atividade econômica. (KINDLEBEGGER, 2013)

As dificuldades do sistema começam a ocorrer quando as taxas de juros do mercado começam a aumentar, quando há uma forte desvalorização da moeda, aumento no número de falências e quando os ativos em especulação, sejam eles *commodities*, ações ou imóveis, tem seus preços estagnados. Com esses acontecimentos, os emprestadores percebem o excesso de crédito já oferecido e passam a reduzir suas exposições ao risco. (KINDLEBEGGER, 2013)

Muitas das crises ao longo da história tiveram um ciclo expansionista e um aumento do endividamento, seja de governos, empresas ou famílias. Quanto mais crédito é tomado, mais os bancos disponibilizam-no, com cada vez menos rigor. Quando eclode-se a crise, tanto os tomadores quanto os emprestadores são afetados. Após o fim do período de bonança dos ativos em alta, iniciam-se as dificuldades enfrentadas pelos investidores, que compraram os ativos esperando vendê-los a um preço mais alto no futuro. Com a estagnação dos preços, ou o início de sua queda, os agentes podem ter o chamado *carry* negativo, quando as taxas de juros devidas nos empréstimos superam a receita dos ativos comprados com eles, de forma que suas dívidas começam a aumentar numa proporção maior que o preço dos ativos.

O caso da crise de 2008 é um exemplo extremo do *carry* negativo ocorrido. Os agentes que tomavam os empréstimos conhecidos como hipotecas tinham cerca de 10% dos empréstimos em patrimônio líquido. Com o preço das casas em queda, as hipotecas passaram a ser maiores que o valor de mercado das propriedades. O absurdo aumento da concessão de hipotecas deveu-se às securitizações¹. Nessa

¹ Securitização é um título criado como uma forma de transferir o risco de uma dívida da instituição financeira para o investidor. Um banco, por exemplo, pega inúmeros empréstimos de diferentes tipos e riscos e junta-os em um título, vendendo-os para investidores. Quando

crise, os créditos concedidos pelos bancos tinham seus riscos repassados para investidores interessados em novos tipos de ativos com rentabilidades elevadas. Então, quando o sistema ruiu, não foram apenas os devedores e credores que colapsaram, mas todo o sistema, pois praticamente todos os agentes do sistema financeiro mundial tinham alguma porcentagem dos chamados ativos podres. (ROUBINI, 2010)

Tanto bolhas como crises tem como início e causa principal a expansão do crédito e da especulação. A maioria das bolhas está associada à euforia econômica. Como os investidores utilizam empréstimos para financiar o aumento da sua compra de ativos, quando os mesmos tem seus preços em queda desenfreada, os agentes não conseguem mais cumprir com o pagamento de suas dívidas. Quando o efeito é geral, a inadimplência pode causar a falência de bancos e outras instituições financeiras que promoveram o crédito para os agentes. Com a economia instável, há uma corrida pela liquidez e mais bancos podem vir à falência. (KINDLEBEGGER, 2013)

Quebras e pânico ocorrem de maneiras distintas. Quando um banco ou empresa vai à falência, tem uma causa, seja por fraude, colapso no preço dos ativos ou qualquer outra causa. Já o pânico não tem uma causa. Ele ocorre em uma fuga do mercado de ativos para a liquidez monetária. A crise financeira pode ser causada tanto por quebras quanto por pânico ou uma combinação dos dois. A crise de 1929 teve quebras e pânico com consequências mundiais nos preços dos ativos, *commodities* e imóveis, assim como contração econômica com queda nos níveis mundiais de emprego, renda e produção. (KINDLEBEGGER, 2013)

É grande a correlação também entre bolhas em mercados de ações e imóveis. Em mercados ainda em desenvolvimento, o mercado acionário está altamente ligado ao preço dos imóveis, com o setor de construção em grande peso nas bolsas de valores. Quando o setor imobiliário está em queda, o mercado de ações também sofre, já que a redução da atividade econômica leva a redução em investimentos imobiliários.

mais empréstimos de risco estiverem contidos no título, mais arriscado o mesmo é, e mais rentabilidade é oferecida ao investidor. Foi o que colapsou toda a economia norte americana durante a crise de 2008.

Um exemplo desse fato foi a bolha imobiliária e acionária do Japão em 1990. (KINDLEBEGER, 2013)

Famílias que veem seu patrimônio aumentado com a valorização dos imóveis também compram ações como forma de diversificação, e com a valorização desse mercado, compram ainda mais imóveis. Uma desaceleração econômica tem como consequência uma queda no setor imobiliário. Essa relação fica bem evidente no estudo da bolha imobiliária japonesa de 1990, em que o aumento no preço dos imóveis sustentou o *boom* acionário do país. A falta de regulamentação e a facilidade do crédito alimentaram os dois setores e, quando iniciaram sua queda de preços, demonstraram as dificuldades financeiras de inúmeros bancos que tinham oferecido créditos insustentáveis em meio à crise. (KINDLEBEGER, 2013)

A chamada teoria do *feedback* positivo indica que os investidores seguem as tendências do momento. Quando os preços dos ativos estão em alta, mais e mais investidores são atraídos, o que aumenta o preço ainda mais. Esse comportamento é sustentado até a bolha atingir seu pico, com os preços altos apenas por que agentes compraram pelo ativo estar em alta, sem nenhum fundo racional. Quando a bolha estoura o comportamento se repete ao contrário: os agentes, em pânico, correm para vender os ativos, enquanto estes desabam de preço. (ROUBINI, 2010)

Quando os ativos estão em queda ocorre o ciclo dívida-deflação. A queda nos preços leva a uma redução das garantias tomadas pelos bancos, que reduzem a oferta de empréstimos, dessa forma os agentes e empresas devem vender outros ativos para quitar suas dívidas. As empresas que vão à falência não geram somente aumento do desemprego, mas também em perdas para os bancos. A queda de seus empréstimos juntamente com a busca por liquidez dos agentes levam os bancos à falência. Quando o pânico está em seu ápice os feriados bancários são decretados. Essa é uma forma de evitar mais fuga de capitais dos bancos, até que um plano de emergência seja criado para amenizar a situação. (KINDLEBEGER, 2013)

Os acordos de *Bretton Woods* mostraram como a cooperação internacional é um importante fator para desenvolvimento financeiro sem maiores crises. O período de 1944 a 1971 foi um período de relativo crescimento mundial estável. A principal

característica que permitiu essa estabilidade da época foi a regulamentação econômica criada no pós-guerra. A nova arquitetura financeira traçada evitou a volatilidade após a segunda guerra mundial com acordos e organismos multilaterais, e começou a ser criada ainda quando a guerra acontecia, em 1942, exatamente para evitar um colapso econômico mundial igual ao sofrido após a primeira guerra, com a quebra de grandes economias. A base principal para evitar crises financeiras durante o período foi a criação de uma ordem geopolítica binária, com o equilíbrio de forças entre Estados Unidos e União Soviética. Outra característica do período está no fato de que havia um consenso entre o setor privado e o Estado, trabalhando em conjunto para evitar outra grande crise como a Grande Depressão. (MARICHAL, 2016)

Com o fim do período de *Bretton Woods*, a instabilidade financeira voltou a ocorrer no mercado financeiro mundial, principalmente através da flexibilização cambial, com um novo período de especulação e bolhas financeiras. (MARICHAL, 2016)

A transmissão de crises e bolhas nos mercados internacionais pode ocorrer de diversas formas. Atualmente, a globalização integra os mercados de uma forma muito mais intensa que anteriormente, mas mesmo nas épocas mais iniciais do capitalismo as crises e bolhas podiam ter impactos internacionais. O principal mecanismo de transmissão é pela movimentação do dinheiro. Os mercados são altamente impactados pela entrada e saída de divisas internacionais. Quando um país está com o mercado aquecido, investidores internacionais sentem-se atraídos por investimentos e migram seu capital para o país, corroborando para um aumento ainda maior de seus mercados. O contrário ocorre quando o país tem seus mercados em queda: os agentes retiram suas divisas do país em problemas para encontrar outro país com possibilidades de ganho.

Foi através da realocação das divisas que as crises do Japão, do México e dos emergentes asiáticos tiveram uma correlação. Com o estouro da bolha imobiliária japonesa, parte dos capitais migraram para o leste asiático e outra parte, principalmente dos capitais norte-americanos, migraram para o México. Com a crise mexicana, as divisas encontraram seu rumo no leste asiático, que encontrava-se muito aquecido para novos investimentos. Logo com a queda dos mercados asiáticos,

o capital voltou aos Estados Unidos, cuja bolha *pontocom* estava em formação. Essas quatro bolhas ocorreram num período de trinta anos, e, pelo padrão dos fluxos internacionais de capital, pode-se perceber que a implosão de uma bolha pode contribuir para a próxima, interligando seus mercados.

Embora cada uma dessas bolhas tenha tido diferentes tomadores de empréstimo – governos e empresas estatais no México, proprietários de imóveis no Japão e Estados Unidos e bancos nos países emergentes; o padrão dos fluxos monetários foram similares. Os países em que ocorreram as bolhas tiveram uma valorização da moeda e aumento nos déficits de conta corrente, em resposta ao aumento das divisas externas que entraram nos países durante o crescimento das bolhas. (KINDLEBEGGER, 2013) Anteriormente, nos anos 1840, foi através da criação da tecnologia das novas estradas de ferro na Grã-Bretanha que a bolha teve seu início. (ROUBINI, 2010)

Kindlebeger (2013) traz a explicação de mania como algo enfatizando o comportamento irracional, e bolha como preços que irão estourar, ou cair, de forma rápida, com altas no preço que não podem ser explicados com fundamentos racionais. As bolhas ocorrem principalmente em ações ou imóveis. Embora cada bolha tenha sua diferença, quase todas tem três pontos em comum: ilusão da estabilidade; facilitação da especulação financeira através de inovações financeiras e a miopia do desastre, com a confiança exagerada numa nova era da economia, em que a história das bolhas e acontecimentos anteriores são esquecidos.

A crise do *subprime* de 2008 e o *crash* de 1929, maiores crises sofridas pelo capitalismo, tem certas semelhanças. Ambas tiveram como antecedente um auge, seguido por um colapso na bolsa de Nova York, logo se propagando mundialmente. O crédito teve grande contração em escala internacional, causando redução no comércio, falências e aumento no desemprego em escala mundial. Os fluxos de capitais internacionais sofreram grande redução nas duas crises, assim como a desvalorização cambial em diferentes níveis. (MARICHAL, 2016)

Uma coisa é certa: as dificuldades financeiras que as instituições bancárias e os bancos centrais enfrentam durante as crises é principalmente causada pela crise

de confiança, que leva a corrida dos agentes por liquidez. Como os bancos trabalham com alavancagem de seu capital, não é difícil que as instituições financeiras se tornem insolventes quando os agentes correm para sacar todo seu capital. Com a insolvência bancária, mais e mais agentes iniciam sua corrida por liquidez, com medo da falência dos bancos. Esse pânico é a principal causa das falências bancárias durante as crises. As crises financeiras são causadas quando os tomadores de empréstimo não tem mais condições de cumprir com os juros de suas dívidas.

2.2. O Modelo de Minsky

Hyman Minsky, economista discípulo de Schumpeter, desenvolveu um modelo para explicar as oscilações das economias capitalistas, alegando que o fornecimento de crédito tem mudanças pro-cíclicas, ou seja, aumentam quando a economia está aquecida e contrai-se quando está desacelerada. O modelo é a base para explicações das crises neste estudo. Em expansões da economia, os investidores tornam-se mais otimistas, e o risco começa a ser negligenciado, pois os financiadores estão mais dispostos a conceder empréstimos com maiores riscos. No momento em que a economia inicia uma trajetória de desaceleração, o otimismo dos agentes diminui, e os mesmos começam a tomar medidas mais cautelosas. (KINDLEBEGGER, 2013)

Seguindo economistas clássicos, como Mill, Marshall e Fisher, Minsky trabalhou seu modelo em torno do fornecimento de crédito, acreditando que o fator que mais influencia a fragilidade do sistema em momentos de declínio da economia é a restrição do crédito após o aumento do mesmo em tempos de otimismo. Quando o crédito é restringido após um choque, o evento mais provável de ocorrer é uma crise. (KINDLEBEGGER, 2013)

Sua análise inicia-se observando que o sistema financeiro baseia-se no adiantamento de dinheiro com a promessa de dinheiro somado a juros no futuro. Instituições financeiras de crédito concorrem entre si para fornecer o crédito,

aumentando as modalidades de empréstimo. A priori, o crédito é oferecido a empresas com sólida base, cujo capital é suficiente para amortizar o montante da dívida somado a sua taxa de juros, para um grupo classificado como financiamento de *hedge*. Conforme a expansão da economia avança, mais as instituições bancárias se vêm tentadas a ampliar sua rede de empréstimos e, com suas preocupações diminuídas, os financiamentos ampliam-se para uma base de agentes que têm capital suficiente somente para o pagamento dos juros. O grupo é classificado por Minsky como financiamento especulativo. Com a confiança cada vez mais alta, os bancos passam a emprestar capital para pessoas e empresas que são incapazes de pagar os juros, cujos atrasos somam-se ao capital, ampliando cada vez mais a soma das dívidas. Esse é o financiamento tipo pirâmide, ou *Ponzi*, e o pagador necessita de uma nova fonte de renda para pagar suas dívidas. (CASSIDY, 2011)

Quando a economia entra em um período de estagnação, os emprestadores se sentem cada vez menos confortáveis em continuar ofertando empréstimos, principalmente devido aos créditos de alto risco já oferecidos. As instituições financeiras passam a exigir o pagamento do capital emprestado anteriormente e passa a restringir novos empréstimos. Quando muitas empresas passam para o grupo das finanças Ponzi, a economia encontra-se num padrão não sustentável, e não é mais possível rolar as dívidas devido à restrição do crédito, levando os agentes a venderem seus ativos em busca de liquidez. Quanto mais investidores encontra-se nesta situação, pode haver um colapso no valor dos ativos, já que muitos tendem a vendê-los. Minsky usou a qualidade do endividamento como forma de medir a fragilidade da estrutura de crédito das empresas.

O *boom* especulativo pode levar a euforia, que leva ao aumento do otimismo em relação ao crescimento econômico numa ideia de que “dessa vez será diferente”, baseada tão somente na especulação de ativos para a compra em um preço mais baixo que a venda em curto prazo, acreditando que os ativos só tenderão a subir. Conforme investidores e empresas ganham muito dinheiro, os agentes da economia passam a não querer ficar de fora, assim como os bancos, que passam a ofertar mais crédito com medo de perder aos grandes oportunidades de lucros com o pagamento dos juros. (KINDLEBEGGER, 2013)

A instabilidade econômica tem como causa principal as mudanças nas taxas de juros ocorridas após um *boom* no investimento. Esse *boom* aumenta a necessidade de financiamento, e o aumento da demanda leva a um aumento nas taxas de juros, diminuindo assim as margens de segurança, de forma que os agentes são obrigados a desfazer-se de ativos. Isso faz com que os preços dos mesmos tendam a cair. A instabilidade dos preços tende a introduzir um ciclo cuja queda inicial dos preços dos ativos levem a uma queda nos investimentos, diminuindo os lucros. Isso faz com que os preços dos ativos caiam ainda mais, num *looping* que apenas é interrompido com algum tipo de intervenção governamental, que será melhor tratada no capítulo 3. (MINSKY, 2013)

A economia capitalista gira em torno de estruturas financeiras fortes e frágeis, sendo que as crises financeiras ocorrem nos momentos de fragilidade do sistema. A estrutura a termo das taxas de juros é a principal razão pela qual as finanças especulativas são introduzidas na economia, mesmo num cenário econômico forte. Quando as taxas de juros de curto prazo são mais baixas que as de longo prazo, aumenta-se a demanda por ativos, aumentando os ganhos de capital. Esse aumento estimula os agentes a posicionarem-se nas finanças do tipo especulativo ou de pirâmide. Dessa forma, é o otimismo numa economia sólida que abre caminho para a fragilidade do sistema. (MINSKY, 2013)

[...]num mundo de incertezas, [...] o funcionamento bem sucedido da economia dentro de uma estrutura financeira inicialmente sólida conduz, mais cedo ou mais tarde, para uma situação de fragilidade financeira sistêmica. Forças endógenas e desequilibradoras transformam uma situação predominantemente hedge numa situação cada vez mais instável, à medida que aumenta o peso dos arranjos especulativos e *ponzi* (MINSKY, 2013, pg.

Minsky utiliza a denominada “Hipótese da instabilidade financeira” para interpretar a *Teoria Geral*, de Keynes:

O primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável e regimes de financiamento que as tornam instável. O segundo teorema da hipótese de instabilidade financeira é que, em períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras que contribuem para um

sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável (CASSIDY, 2011, apud MINSKY, 1992, p.215)

As finanças especulativas necessitam de cautela, portanto maior liquidez dos emprestadores para assegurar-se de problemas. Quando o sistema encontra-se com farta liquidez, maiores oportunidades de lucros surgem, com ativos de alto retorno. As instituições financeiras que criam ativos de alta liquidez, portanto, são as que se engajam no financiamento especulativo e suas taxas de lucro dependem especialmente das taxas de juros. Uma elevação das mesmas diminui seu patrimônio e aumenta seu risco já que fica cada vez mais difícil manter as posições iniciais. (MINSKY,2013)

Os bancos, ou intermediários financeiros, têm um papel crucial nas crises, pois são eles que aumentam ou diminuem sua exposição ao risco, através da expansão ou redução do crédito. Eles utilizam-se da alavancagem para poder conceder mais empréstimos e investir. A alavancagem financeira nada mais é do que o banco tomando dinheiro emprestado, para investimentos em ativos ou empréstimos. Com regulamentações certas, há um teto para evitar o colapso financeiro, pois com o capital alavancado, o risco tomado pelo banco aumenta, já que se emprestadores tornam-se inadimplentes, ou algum investimento mais arriscado dá errado, o capital do banco é corroído rapidamente. Com o otimismo e as barreiras de segurança cada vez mais fragilizadas, maior é a alavancagem permitida para os bancos, que utilizam-se dela para lucrarem.

A inovação financeira é outra maneira para os bancos burlarem o sistema e aumentarem suas margens de lucro, pois são novas formas de emprestar dinheiro. A partir dos anos 1970, a principal inovação bancária foi a chamada securitização, com a venda de títulos lastreados em hipotecas. Dessa forma, os bancos puderam emprestar muito mais capital, vendendo os empréstimos em formas de títulos para investidores que buscavam diversificar seus investimentos. A securitização ficou famosa para ambos os lados. Para os bancos, era uma forma de distribuir os riscos para os investidores; para os investidores, era uma forma aparentemente segura de

investir seu capital. A crise do *subprime* acabou mostrando o perigo das securitizações e da falta de regulamentação bancária. (CASSIDY, 2011)

Para Minsky, o que aumenta as chances de crescimento das finanças dos tipos especulativos e Ponzi é a duração da soma dos arranjos *hedge* e especulativo. Dessa forma, tempos de crescimento econômico com segurança e otimismo são transitórios para um sistema de fragilidade financeira. Um crescimento nos investimentos leva os agentes a aumentarem seu financiamento em relação ao seu capital próprio. Como o crescimento continua, todas as margens exigidas de segurança são flexibilizadas. Quanto mais dependentes de alavancagem e endividamento, mais frágil é o sistema financeiro. Quando as taxas de juros de curto e longo prazo aumentam, o *boom* é interrompido. A crise financeira após a interrupção do *boom* pode ou não ocorrer. Tudo depende da liquidez da economia e das políticas econômicas. (MINSKY, 2013)

A teoria de Minsky foi retomada em discussão após a crise de 2008, quando os estudos iniciais sobre a crise foram feitos. A crise do *subprime* foi um acontecimento extremo da teoria de Minsky, cujos financiamentos dos bancos, famílias e empresas estavam extremamente alavancados, com as características do financiamento tipo Ponzi. (ROUBINI, 2010)

CAPITULO 3: PREVENÇÃO ÀS CRISES

3.1. O prestador de última instância

A origem da função de prestador de última instância tem seu início por volta dos anos de 1700, quando o Banco da Inglaterra passou a emitir as chamadas notas do erário público nos anos de 1793, 1799 e 1811. O Banco da França também assumiu o papel em 1833, com uma política de defesa do Franco Francês. Na época as características de um prestador de última instância não foram formadas de uma só vez, mas sim num processo evolucionário. (KINDLEBERGER, 2013)

A função de prestador de última instância pode ser nacional, com os Bancos Centrais, ou Internacional, como o Fundo Monetário Internacional. Em linhas gerais, o prestador de última instância tem como característica o fornecimento de liquidez aos bancos em dificuldade, principalmente em tempos de crise, de forma a evitar uma corrida por liquidez e um efeito contágio na economia; além de regulamentar e fiscalizar o sistema para que crises sejam evitadas.

Nos Estados Unidos, o FED foi criado em 1913 tendo essa função. A ele foi atribuído a função de manter uma circulação monetária flexível, de forma a substituir os depósitos bancários em uma corrida pela liquidez. A ideia era que a intervenção permitisse que o valor dos ativos possuídos pelos agentes não tivessem seus preços caindo rapidamente, de forma que a amplificação das perdas fosse prevenida. O problema causado pela flexibilidade em aumentar a liquidez que o Banco Central tem, é que, embora seja poderoso contra a perda de liquidez dos bancos, pode causar um impacto inflacionário devido a injeção de liquidez na economia. (MINSKY, 2013)

Há uma dualidade acerca do quanto e quando um prestador de última instância deve intervir na economia. Por um lado, sua intervenção diminui a gravidade da crise, devido à injeção de liquidez, evitando falências bancárias desnecessárias de instituições solventes, mas que encontram-se com problemas de iliquidez em tempos difíceis. Por outro lado, essa ajuda pode acarretar aos bancos e outras instituições

financeiras tomarem mais riscos, por saberem que estarão assegurados pelo Banco Central ou FMI caso algo dê errado, permitindo-os emprestarem em maior quantidade durante o próximo *boom*. O maior argumento contra a ajuda do prestador de última instância é o risco moral que a ajuda oferece. (KINDLEBERGER, 2013)

Idealmente, para um prestador de última instância funcionar de forma eficiente é ser responsável por averiguar e desacelerar um *boom* em crescimento, sem causar um pânico na economia. Caso ocorra uma quebra, o ideal é esperar o tempo exato para a quebra de empresas insolventes, mas não deixar que a crise seja disseminada para empresas solventes, que apenas necessitam de liquidez devido ao pânico causado pela crise. O momento certo para intervir ou não é o maior problema enfrentado pelo prestador, assim como qual é o valor necessário a ser emprestado, por isso sua função é tão questionada e dual, com tantas falhas ao longo de sua existência. (KINDLEBERGER, 2013)

Algumas críticas focam na diminuição à assistência prestada pelo FMI, alegando que empréstimos para salvar as instituições são parte do problema, e não a solução. O risco moral é a principal causa do problema, já que o salvamento potencial encoraja os agentes a concederem empréstimos cada vez mais arriscados. Os críticos ainda discorrem em relação ao salvamento dos governos, dizendo que eles encorajam a continuidade de políticas insustentáveis. A solução dada é que os pacotes de estabilização oferecidos pelo FMI tenham menos empréstimos e mais contrapartes de ajuste aos governos, além do setor privado ter a obrigação de participar das operações de salvamento, ao invés de serem salvos. (EICHENGREEN, 2003)

Outros críticos, como Soros e Truman, não concordam com a seriedade em que o risco moral é tratado, dizendo que o FMI deveria aumentar a quantidade de seus empréstimos, principalmente para restaurar a confiança dos investidores em um pânico. Eles acreditam que, com o FMI emprestando mais a um governo em bancarrota, mostra que se tem confiança de que o país cumprirá com suas obrigações, restituindo o nível de confiança dos investidores. Do contrário, com o FMI emprestando menos, mostra que não se tem confiança no governo em dificuldades, aumentando a desconfiança e a fuga de capital. (EICHENGREEN, 2003)

Principalmente após o colapso financeiro de 2008, foi questionada a real serventia do FMI, que havia falhado em prevenir não apenas a crise do *subprime*, mas também outros colapsos de repercussão mundial, como aos países emergentes que receberam grande quantidade de empréstimos de bancos privados internacionais durante a década de 1970. O FMI falhou em assegurar que esses bancos centrais contassem com as reservas necessárias para evitar a bancarrota. O Fundo Monetário Internacional também não conseguiu prever a crise mexicana de 1994/95 e a crise asiática de 1997, agindo como prestador de última instância apenas após altas desvalorizações das moedas asiáticas e, ao contrário de comunicar para que investidores tivessem cautela com o México, incentivou a enxurrada de capitais ao país. O Fundo mostra enorme dificuldade para prevenir o estouro de bolhas e crises ao redor do mundo, preocupando-se apenas em criar medidas para países que já enfrentam dificuldades financeiras e precisam de resgate. (MARICHAL, 2016)

O debate contraditório não desenrola-se apenas ao redor dos prós e contras do FMI. A intervenção do Estado na economia também tem grande espaço nos debates de prevenção e gerenciamento de crises. Enquanto uns são contra a intervenção, alegando que a economia se autorregula, outros acreditam ser indispensável a intervenção para amenizar as crises. O Estado seria o responsável pela demanda agregada e os fluxos financeiros, enquanto o prestador de última instância seria o responsável pelo valor dos ativos e a regulamentação dos mercados financeiros, atuando concomitantemente, contribuindo para um país com políticas saudáveis. (MINSKY, 2013)

Na década de 1980, o prestador de última instância serviu como âncora para salvar os países emergentes que sofreram com a crise das dívidas soberanas da falência. Foi criada uma banca internacional do G-7 juntamente com o FMI e o Banco Mundial, que procuraram obter formas de ajudar os emergentes em problemas. Para que os países saíssem da crise foi preciso intervenção dos governos, com uma renegociação das dívidas aos prestadores. O problema maior para o estouro da crise de dívidas foi a ineficiência dos agentes multilaterais ao não perceber o perigo do endividamento governamental dos países antes da crise implodir com a moratória desses governos. Após todos os problemas de dívidas soberanas, o foco voltou-se

totalmente para os países emergentes, fazendo com que o FMI e o Banco Mundial falhassem em ver a fragilidade sistêmica que os países centrais estavam criando, não conseguindo evitar a crise financeira internacional de 2008. (MARICHAL, 2016)

A última grande crise mostrou a importância dos Bancos Centrais em aumentar a regulamentação e supervisão de seus sistemas financeiros nacionais, com mecanismos para reduzir o risco sistêmico tanto dos mercados financeiros nacionais quanto internacionais. A crise de 2008 colocou em cheque o papel e a real importância do FMI e do Banco Mundial, devido a sua ineficiência em prever a crise. O foco principal do Fundo Monetário Internacional tem sido vigiar os países em desenvolvimento, fracassando em supervisionar os países desenvolvidos e os bancos privados globais, que são os principais responsáveis pelo fluxo monetário internacional. (MARICHAL, 2016)

Deve haver precaução sobre o risco moral, mas deixar de emprestar em hipótese alguma também não resolve o problema da crise financeira. emprestar também quantidades ilimitadas não salvará o mundo das crises, mas é preciso encontrar um meio termo entre emprestar ou ficar de fora quando for apropriado. A moratória de dívidas soberanas e a desvalorização monetária é um grave problema não só para o país em dificuldades, mas também para outros países, podendo causar graves problemas financeiros globais. Se o FMI empresta ao país recursos ilimitados e continuamente, o país não terá seus problemas resolvidos, muito pelo contrário. Deve existir um limite de empréstimos, com exigências para modificação de políticas errôneas, de forma a evitar futuros endividamentos problemáticos. (EICHENGREEN, 2003)

O momento a ser emprestado também é um problema, e é o que distingue as crises de liquidez e de solvência. Quando o pânico dos investidores é a causa da crise, o problema é de liquidez. emprestando uma larga quantidade de fundos, o FMI ajuda a evitar uma corrida sem precedentes. Se a causa da crise é um problema de solvência do país, o empréstimo do FMI faz com que o capital seja transferido do devedor para os credores. Dessa forma, em problemas de liquidez, o FMI deve oferecer salvamento, mas em problemas de solvência, o FMI deve encontrar formas

para que o país reestruture suas dívidas através de acordos com os credores, ao invés de emprestar seus recursos. (EICHENGREEN, 2003)

Por não ter fundos ilimitados, um empréstimo para um país insolvente apenas permite que parte de suas dívidas sejam pagas, o que pode apenas contribuir para a fuga de capitais. O país deve reestruturar suas políticas, para que os investidores aumentem seus níveis de confiança. Se o auxílio do FMI é para um país que não consegue obter apoio para as reformas necessárias, o mesmo não terá resultados satisfatórios. Os governos devem estar dispostos a adotar a mudança de políticas problemáticas, e para isso deve ter uma forte estrutura governamental para que essas mudanças políticas possam ser introduzidas. (EICHENGREEN, 2003)

O FMI deve observar tanto os pontos econômicos quanto os pontos políticos do país em necessidade. O governo deve estar disposto a adotar as mudanças necessárias, além da necessidade de haver um monitoramento para acompanhar a implementação das mudanças. Países com governos fracos e que não prestam suas contas não são bons para serem financiados pelo FMI. Sua ajuda não deve ser regra durante as crises, mas sim exceção. (EICHENGREEN, 2003)

Em nível nacional, o Estado deve atuar sobre a demanda agregada e sobre os fluxos de capital, enquanto que o emprestador de última instância nacional deve intervir na possibilidade de refinanciamento, para as dificuldades financeiras não se tornarem uma recessão. (MINSKY, 2013)

3.2. Acordos de Basiléia

Criado em 1975, o comitê da Basiléia foi estabelecido pelos bancos centrais de 10 países, conhecidos como G-10, após o quadro de fragilidade financeira apresentado globalmente, com o final do acordo de *Bretton Woods* e a primeira crise do petróleo. A ideia inicial dos Acordos de Basiléia I era criar medidas para estabilidade financeira, aumentando a supervisão bancária em todo o globo. Inicialmente,

trabalhar-se-ia nas brechas do sistema financeiro mundial, de forma que nenhum estabelecimento bancário pudesse escapar das regulamentações, e que estas fossem consistentes entre todos os países membros.

3.2.1. Basiléia I

O foco principal do primeiro acordo de Basiléia foi a questão de adequação do capital juntamente com uma melhor adequação da mensuração de risco de crédito. O acordo, fechado em 1988, estabeleceu métodos para medir os riscos de diferentes tipos de ativos que os bancos de todo o mundo mantinham. O acordo determinou também que os bancos mundiais, que operavam em múltiplos países, deveriam ter no mínimo 8% do capital total dos ativos, com uma proporção maior conforme o risco fosse aumentado. Suas recomendações também pediam que os bancos diferenciassem suas várias classes de ativos para avaliar os riscos de forma mais clara e completa. (ROUBINI, 2010)

O primeiro acordo entrou em vigor em 1988, dando aos países membros até o ano de 1992 para adotarem as recomendações. Economias emergentes também optaram por adotar as recomendações de forma voluntária, porém isso mostrou que as normas criadas serviam bem para economias avançadas, mas eram de difícil implementação em economias emergentes, principalmente em tempos de crises. Os bancos também encontraram formas de burlar as normas ocultando os riscos, através da securitização dos ativos. (ROUBINI, 2010)

3.2.2. Basiléia II

As lacunas encontradas no primeiro acordo levaram os países membros a criarem normas mais técnicas e precisas, sugerindo métodos para calcular e dimensionar o risco relativo de uma série de ativos, ampliando ainda mais a definição de risco, com uma maior abrangência. O acordo foi finalizado em 2006, e estava em processo de implementação durante a eclosão da crise de 2008. Embora muito mais

completo que o primeiro acordo, Basiléia II não protegia os grandes bancos da crise financeira. (ROUBINI, 2010)

O documento detalhou e incluiu três pilares para regulação prudencial, sendo eles os requerimentos mínimos do capital; princípios para a supervisão de processos internos, de forma a incentivar melhores práticas de gerenciamento de riscos e, por fim, incentivo à disciplina de mercado. (EICHENGREEN, 2003)

O maior erro do acordo foi achar que o sistema financeiro mundial estava mais estável do que a realidade. Ele superestimou o montante de capital disponível em tempos de expansão, através do cálculo do capital, mas subestimava esse montante em tempos de crise, fazendo com que os agentes reduzissem de modo excessivo a exposição ao risco, amplificando as flutuações econômicas. Outra lacuna encontrada no acordo foi o tamanho da autonomia dada aos bancos para avaliar o risco com seu próprio modelo, através da utilização do VaR (*Value at Risk*), que acaba ignorando a possibilidade de risco, aumentando assim a vulnerabilidade das instituições financeiras.

3.2.3. Basiléia III

O terceiro acordo de Basiléia foi proposto em resposta à crise de 2008, criando princípios para uma boa gestão e supervisão de risco de liquidez, lançado no mesmo mês em que o *Lehman Brothers* veio à falência. Os princípios ainda fizeram parte do Basiléia II, mas, em 2010, os países membros do G-20 participaram de encontros para propor as novas regras dos acordos de Basiléia III. O acordo revisou os três pilares criados no Basiléia II e estendeu-os para várias áreas. O tempo para aplicação do acordo ficou entre 2013 e 2019.

O acordo visou a melhora da absorção de choques do sistema financeiro e econômico pelos bancos e instituições financeiras, de forma a reduzir o risco de propagação de crises financeiras para a economia; criou normas para elevação do capital regulatório, introduziu os colchões de capital para proteção, para agir de forma

contra cíclica, além do aumento de requisitos prudenciais para instituições com maior risco sistêmico. (BANCO CENTRAL DO BRASIL)

Entre as propostas feitas no acordo, estão o aumento da transparência e qualidade do capital financeiro, através de uma maior rigidez nas regras; estabelecimento de um teto para o nível de alavancagem, impedindo que as instituições alavanquem mais de 33 vezes o seu capital, e novos testes de estresse para gestão da liquidez. A base de liquidez que os bancos devem ter é de 7% do risco dos ativos, ou 9,5% caso o banco seja de importância sistêmica mundial. (MANDUCA et al., 2013)

O acordo também introduz requerimentos de liquidez através da cobertura de liquidez, ou LCR. Ele tem uma base com testes de estresse, para medir o colchão de liquidez necessário para o banco conseguir manter a saída dos fluxos de capital por um mês. (AKERLOF, 2016)

No Brasil, as implementações começaram já em 2013, com a implementação das normas através do CMN e do Banco Central, através de ajustes prudenciais para ativos que comprometessem o capital principal, devido ao seu baixo nível de liquidez, difícil avaliação ou a dependência dos lucros futuros. (MANDUCA, 2013)

3.3. Demais Leis e Resoluções

Os Acordos de Basileia, embora de extrema importância, não foram a única forma encontrada para criação de prevenção contra futuras crises. Muitos estudiosos já teorizaram sobre as melhores formas do mercado financeiro funcionar de forma equilibrada. A disciplina de mercado, com os agentes financeiros arcando com as consequências é uma linha de defesa contra crises citada por Eichengreen (2003). Dessa forma, evita-se que não emprestem a governos cujas políticas sejam insustentáveis, ou a agentes que não conseguem arcar com o crédito. Para haver essa disciplina, é preciso que haja também transparência no mercado. Com a falta de

informação, os emprestadores não conseguem ter ciência do tipo de tomador de crédito que está tomando capital. Enquanto os dados forem assimétricos, o risco moral e a seleção adversa será um problema constante.

O setor de políticas públicas internacional criou vários padrões para os países se guiarem em relação ao aumento de transparência, supervisão de riscos, implementação de políticas monetária, fiscal e cambial, além de maneiras para medir e detectar vulnerabilidades para os organismos internacionais. Dentre todos os padrões criados, foram 12 os considerados prioritários pelo Fórum de Estabilidade Financeira, criado em 1999 após a crise asiática. A supervisão e regulamentação do sistema é uma peça chave para prever e impedir a formação de crises. (EICHENGREEN, 2003)

Desde a última grande crise de 2008, a fiscalização bancária tornou-se cada vez mais importante num cenário de prevenção às crises, funcionando como um limitador na exposição a riscos. Os Bancos Centrais são uma peça chave para regulamentar as atividades bancárias nacionais, atuando de forma controladora do sistema financeiro privado e como um colchão de segurança em momentos de crise, podendo atuar com a injeção de liquidez na economia que, quando usada de forma correta, pode impedir que o pânico gere recessão ou depressão.

Após a crise do *subprime* teve início uma série de discussões para reformas do sistema financeiro mundial. A comissão Stiglitz foi uma discussão acerca das reformas financeiras das Nações Unidas e preocupou-se não apenas com a melhora da regulamentação dos mercados financeiros de países desenvolvidos, mas também dos emergentes. (MARICHAL, 2016)

O Relatório de Turner, criado pelo Banco da Inglaterra pra estudar as reais perdas da crise de 2008, também focou sua atenção nas futuras regulamentações financeiras, recomendando a implementação de exigências mais restritivas, principalmente para o capital de reserva dos grandes bancos, além de estabelecer um limite para alavancagem das instituições financeiras e a reconfiguração das condições de um regime contra cíclico. O relatório colocou como necessário o aumento do poder de regulação da Autoridade de Serviços Financeiros, para supervisionar as atividades

bancárias, principalmente das maiores instituições de importância sistêmica. (MARICHAL, 2016)

Nos Estados Unidos, a chamada lei da retenção do crédito de risco foi formulada em 2009, propondo que os bancos que são envolvidos na criação dos títulos lastreados em ativos sejam obrigados a manter um mínimo de 5% dos valores mobiliários criados por eles. No mesmo ano; o governo norte-americano reorganizou o sistema de regulamentação financeira do país, através da criação de novas agências reguladoras: o conselho de supervisão de serviços financeiros, responsável por coordenar a regulação; o *National Bank Supervisor*, para supervisionar os bancos com uma carta-patente federal; e uma agência nacional de seguros, para regular as seguradoras. (ROUBINI, 2010)

O Plano Volcker, aprovado em 2013 nos Estados Unidos, tem como base dois pilares. O primeiro é em relação à proibição de operações de tesouraria sendo comandadas por entidades bancárias beneficiadas por seguros de depósitos. O segundo pilar refere-se a limitar os investimentos de instituições financeiras em posições de *Hedge* e *Private Equity*. A ideia por trás da regra de Volcker é separar as atividades de bancos de investimentos e bancos comerciais; uma regra parecida com a Lei Glass-Steagall que vigorou até 1999. Ela admite uma necessidade de restrições mais rígidas principalmente sobre investimentos especulativos.

Vickers observou algumas inconveniências no plano de Volcker, principalmente em se tratando do ambiente da União Europeia, procurando outras abordagens para que os bancos de investimentos se distinguissem dos bancos de varejo. Para ele, a regra de Volcker acaba desconsiderando empresas que fazem transações no mercado financeiro de forma direta, os chamados *proprietary trading*. Desconsidera também instituições de *private equity*. A regra de Vickers define finalidades limitadas para o banco de varejo, permitindo-os emprestar apenas para famílias e empresas não financeiras, além de serem permitidos apenas a negociação de títulos financeiros de baixo risco. A regra aproxima-se de uma estratégia de isolamento do banco de varejo com o banco de investimento. (AKERLOF, 2016)

Nos Estados Unidos, foi criada também a lei Dodd-Frank, ou a Lei de Reforma de Wall Street e Proteção do Consumidor, em 2010, que exige dos bancos manter maior base de capital. O custo dos bancos aumentou com essa lei, estimulando assim a criação de um sistema financeiro paralelo aos bancos tradicionais. A lei também exige relatórios de exposição de crédito como forma de identificar e quantificar a exposição entre os grandes bancos. A criação dessa lei teve como premissa que a principal causa das crises financeiras são os empréstimos irresponsáveis feitos pelas instituições financeiras. Ela é precisa em esclarecer que o FED não pode usar sua autoridade como emprestador de última instância para resgatar bancos e instituições em estado de falência. (KINDLEBERGER, 2013)

Em 2011, a Grã-Bretanha estruturou um programa de reformas baseados no relatório da *Independent Commission on Banking*, ou ICB. As recomendações do relatório giraram em torno de reformas estruturais e não estruturais, como a absorção de perdas e maiores requisitos de capital, além de graus mais restritos de alavancagem e a separação de bancos de investimento dos bancos comerciais. Para essa separação foi identificada uma série de fatores, entre eles quais são as atividades típicas de um banco de varejo e quais as proibidas, como transações no mercado financeiro de uso de derivativos e negociações estrangeiras fora do Espaço Comum Europeu. (AKERLOF, 2016)

Fazendo parte de uma série de reformas do setor financeiro europeu, o Relatório de Liikanen², começou a ser colocado em prática em 2012, muito parecido com as reformas propostas para o Reino Unido. Todas as regras e relatórios afluem para bancos universais estruturados, promovendo uma convergência internacional, com bancos absorvendo maiores perdas, estruturas mais sólidas e menos dependência da tributação dos contribuintes em tempos de crise e necessidade de resgate. (AKERLOF, 2016)

Ultimamente, as medidas mais aceitas são as chamadas macroprudenciais. No Brasil, as medidas começaram a ser discutidas a partir de 2010, pelo Conselho

² Publicado em sequência a regra de Volker, o relatório da Comissão Europeia buscou uma estrutura mais robusta para a prevenção do risco sistêmico. O plano foi apresentado por Erkki Liikanen, governador do banco da Finlândia.

Monetário Nacional e pelo Banco Central. As medidas foram implementadas de forma a aperfeiçoar o funcionamento do mercado de crédito, além da melhora da regulação já existente. (KINDLEBERGER, 2013)

3.4. Medidas Macroprudenciais

Certos desequilíbrios financeiros podem ocorrer mesmo em um ambiente macroeconômico aparentemente estável, ainda que a inflação esteja estável e a produção em seu potencial. Uma expansão econômica gradual pode levar a níveis insustentáveis de endividamento e uma queda abrupta pode ocorrer inesperadamente, acarretando crise e recessão econômicas. Apenas a combinação de políticas monetárias e fiscais não são suficientes para apartar e prevenir os desequilíbrios econômicos. Após a crise de 2008, a meta de inflação mostrou-se um bom instrumento para estabilidade dos mercados, principalmente durante a crise, mas já não é mais o único instrumento necessário para sua prevenção.

O FMI teve, em 2013, a conferencia chamada Repensando a Política Macroeconômica II, em que o assunto macroprudencial foi bastante tratado. As políticas monetárias e prudenciais mostraram-se fortemente complementares nos últimos 40 anos e um sistema financeiro saudável é pré-requisito para uma política monetária efetiva. As mudanças atuais das políticas monetárias, financeiras e dos regimes econômicos tem mudado a dinâmica da economia, desafiando assim os bancos centrais, já que essas mudanças têm aumentado a elasticidade da economia, assim como a potencial prociclicidade. Por isso, uma inflação e política macroeconômica estáveis não asseguram estabilidade no sistema financeiro. (BORIO, 2007)

As medidas macroprudenciais são uma forma de fortalecimento da base prudencial da economia. Ela é ligada com a interação entre políticas preventivas e a macroeconomia. Tem a ver com o sistema financeiro e seu comportamento, dando foco em suas interações, indicadores e riscos. Uma estratégia chave tem sido o

desenvolvimento de padrões e códigos para um bom funcionamento do setor econômico internacional. (AKERLOF, 2016)

Um dos elementos principais é criar colchões de segurança em tempos de crescimento, de forma que haja uma reserva financeira em tempos de crise. Com sua implementação, o risco de mercado pode ser medido de forma mais próxima e a reserva teria sua utilidade potencializada e a economia passaria a agir de forma contracíclica, podendo diminuir a probabilidade de instabilidades financeiras. (BORIO, 2007)

As ferramentas macroprudenciais buscam influenciar o comportamento dos emprestadores, além de gerenciamento dos fluxos de capitais e de tomadores de empréstimo. O primeiro é em relação a um requisito mínimo de capital cíclico, de modo a forçar as entidades bancárias a terem uma reserva contra perdas em tempos de crise, impedindo a expansão exacerbada do crédito, suavizando o *boom*. Para sua implementação é necessária forte regulamentação, tanto para bancos quanto para intermediários. Os controles de capital direcionam-se a operações de risco com capitais mais voláteis, podendo ser utilizado juntamente com uma intervenção cambial. Ambos podem influenciar a taxa de câmbio, mas utilizadas em conjunto, pode tornar a intervenção cambial mais forte. O câmbio é uma ótima maneira de absorver certos choques externos. (AKERLOF, 2016)

A Coreia é um dos países que já colocou em prática a utilização de políticas macroprudenciais e teve boa experiência com elas. Ela foi implementada como uma forma de conter os riscos nos mercados imobiliário e cambial, que foram o principal foco do risco sistêmico no país. A política macroprudencial, sendo mais focada, foi colocada em conjunto com a política monetária, de forma a alcançar a estabilidade financeira. As regulamentações criadas centraram-se na restrição dos financiamentos imobiliários. As medidas foram implementadas no país entre os anos de 2002 e 2005, junto ao *boom* imobiliário, sendo ajustado de forma contracíclica. Houve também uma limitação no grau de alavancagem bancária, colocada em prática a partir de 2010, com a restrição para um máximo de 150% nos bancos estrangeiros e 30% para bancos nacionais (KIM, CHOONGSOO). Os efeitos tem sido positivos, com restrição ao aumento nos preços dos imóveis e uma diminuição de 43,9% de financiamento

para habitação. O risco sistêmico, principalmente em relação ao financiamento diminuiu, devido à queda no risco de inadimplência. (AKERLOF, 2016)

No Brasil, em 2011, o conjunto de medidas macroprudenciais foi colocada em prática, através da gestão da conta de capitais, juntamente com ações na política monetária convencional. A medida teve como foco estimular os investimentos num plano de inflação controlada, sistema financeiro sólido e redução da desigualdade. O resultado obtido foi a estabilização do Real para R\$2,00 em relação ao dólar e os empréstimos externos tiveram seu nível de alavancagem reduzida. A dívida pública em relação ao PIB diminuiu de forma rápida e a possibilidade de insolvência também foi reduzida, aumentando a confiança de agentes internacionais em relação aos títulos de dívidas. (AKERLOF, 2016)

Os fluxos de capitais tiveram sua vulnerabilidade reduzida com a implementação dessas medidas prudenciais. A eficácia foi ainda mais sólida que em teoria, com a estabilidade dos fluxos de capital e os balanços patrimoniais menos vulneráveis. (AKERLOF, 2016)

Uma justificativa para a utilização de controles de capital é especialmente em relação ao ciclo de alimentação positivo que ocorre com a entrada de capitais na economia emergente. Com essa entrada, a tendência é de queda de inflação juntamente com a valorização cambial e redução das expectativas inflacionárias. Os agentes do governo utilizam-se do aumento da taxa de juros como forma de conter a inflação, mas, com um maior rendimento, mais capital externo flui ao país. Esse grande fluxo de capital ao país corrobora o aumento dos preços dos ativos, levando a um maior fluxo de capital estrangeiro. O gerenciamento do fluxo de capital em países emergentes é uma forma de combate a esse ciclo. (AKERLOF, 2016)

A conferência do FMI de 2013 expôs todos os desafios e problemas financeiros a serem trabalhados e reformados após a crise de 2008. A regulamentação financeira foi um dos pontos de grande importância a ser abordado, com ações de âmbito nacional e internacional. Uma forma para deixar o sistema financeiro mais forte é uma intensificação dos requisitos de capital e dos fluxos de capital, juntamente com a

importância que o papel dos controles de capital podem desempenhar na economia. (AKERLOF, 2016)

A ferramenta macroprudencial também foi tema importante da conferência, mostrando-se essencial para combater desequilíbrios e riscos financeiros, principalmente quando utilizado com as políticas monetária e fiscal. A política macroprudencial, por ter sido introduzida há pouco tempo, tem seus efeitos não tão claros, mas os países que as adotaram têm obtido sucesso com seu funcionamento, já que elas tem a possibilidade de afetar grupos e setores específicos da economia. (AKERLOF, 2016)

Essas ferramentas têm a vantagem de considerar tanto os efeitos sistêmicos como o estado geral da economia, já que tem seu pensamento voltado para a regulamentação bancária e como cada instituição financeira está. Com ela, bancos de importância sistêmica tem maior requisito de capital que outros bancos de menor importância. O Reino Unido, por exemplo, criou o Comitê de Política Financeira, que avalia e impõe requisitos de capital que podem variar com o tempo, de acordo com o momento econômico, e com o tipo e tamanho da instituição, de forma a manter a estabilidade financeira. (AKERLOF, 2016)

CONCLUSÃO

Embora muita coisa já tenha sido feita, ainda há muito progresso pela frente, principalmente se quisermos encontrar um equilíbrio dinâmico que possa evoluir junto com a economia. Como todo o estudo mostrou, choques e crises financeiras são mais regra que exceção. A ideia de que os mercados de autorregulam e todos compartilham das mesmas informações não é verdadeira na economia real e acreditar nisso faz com que as economias demorem ainda mais para se recuperarem de choques.

Os modelos econômicos predominantes não analisam de forma adequada as causas da crise, por acreditarem na teoria dos mercados eficientes e estáveis, subestimando, portanto, a instabilidade da economia. Ao invés de focarem nos problemas como endógenos que davam origem aos choques, viam-nos como exógenos os choques que perturbavam o mercado. Essa indução ao erro era sempre comum, fazendo com que as economias deixassem de enxergar os problemas internos, que eram as principais causas das crises. (AKERLOF, 2016)

O certo é concentrar-se no que fazer, tanto para prevenir uma crise, quanto para resolvê-la. Uma política de pequena escala eficaz é a utilização da taxa de juros de curto prazo para manejar os desequilíbrios momentâneos. As políticas macroprudenciais e o gerenciamento da conta de capitais são ferramentas que estão provando-se eficazes para lidar com as crises, já que com elas é possível moldar regulamentações e políticas para um mercado com o crescimento de uma possível bolha. (AKERLOF, 2016)

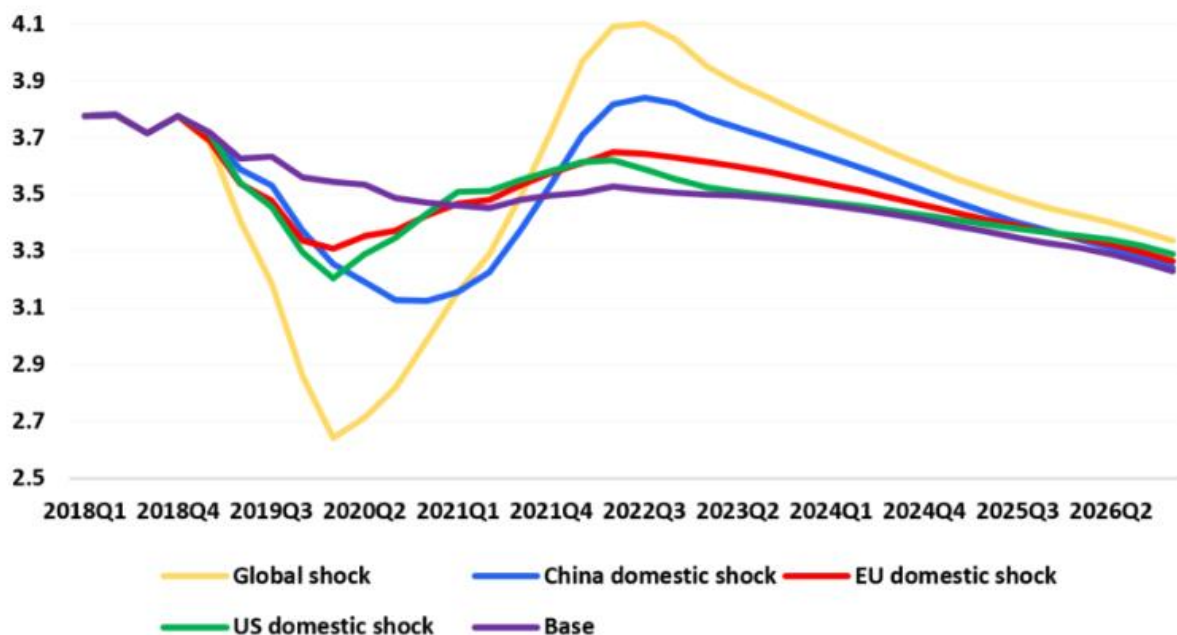
Em relação à intervenção governamental, ela deve ocorrer, porém de forma muito centrada e com regras bem delimitadas, para que a chance de risco moral seja minimizado. As políticas governamentais, desde que em um governo crível, tem um papel vital para formar expectativas e retomar o nível de confiança pré-crise.

As reformas feitas não se aprofundam, de fato, no problema. Não é apenas uma mudança na arquitetura econômica que deve ser feita, mas sim algo mais fundamental, que fortaleça a economia para resistir aos choques. Como visto, um dos fatores chave para iniciar uma bolha ou uma crise é a expansão do crédito. Mais deve

ser feito em relação a isso. Mais regulamentação, mais restrições. O ciclo financeiro deve ser trazido de volta ao debate macroeconômico.

Na economia atual, o mundo está ainda mais interligado. Dessa forma, qualquer choque econômico tem uma chance muito maior de transbordar para outros países. A maior preocupação atual de efeito contágio é entre a União Europeia, China e Estados Unidos. São as três maiores superpotências que, caso tenham algum choque econômico, será maior que qualquer choque econômico individual. (HARRIS; VASILJEV, 2019)

Gráfico 1: Efeito combinado de um choque econômico (taxa de crescimento real média das três economias)



Fonte: *Continuum Economics*

Como podemos observar no gráfico 1, a guerra comercial é um forte candidato para causar um choque no curto prazo. Uma crise nos Estados Unidos tem o impacto mais imediato, mas é a China que causa um choque mais prolongado. (HARRIS; VASILJEV, 2019)

O estudo feito pela *Continuum Economics*, para avaliar os possíveis impactos que um choque conjunto causaria e, com uma provável guerra comercial se formando

entre Estados Unidos e China, um grande choque pode se formar, tendo grandes impactos econômicos globais. Caso uma crise combinada ocorra, será preciso vários anos para que as economias se recuperem aos níveis anteriores ao choque, portanto, não estamos perto de uma solução para as crises financeiras, ou para uma estabilidade global. (HARRIS; VASILJEV, 2019)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George *et al* (ed.). **O que nós aprendemos?:** A política econômica no pós crise. Rio de Janeiro: Alta Books, 2016. 352 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia.** [S. l.], --. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 14 maio 2019.

BARRÍA, Cecilia. **A próxima crise econômica mundial pode ser pior que a de 2008?.** 2018. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/internacional-43504687>>. Acesso em: 21 nov. 2018.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.** 2010. 77 p. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2018.

BORIO, CLAUDIO E.V. and SHIM, ILHYOCK, **What Can (Macro-) Prudential Policy do to Support Monetary Policy?** (December 2007). BIS Working Paper No. 242. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1120287>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1120287>

CASSIDY, John. **Como os Mercados Quebram:** A lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011. 390 p.

EICHENGREEN, Barry. **Crises Financeiras:** Análise, prevenção e gestão. Rio de Janeiro: Campus, 2003. 188 p

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States, 1867-1960.** USA: Princeton University, 1963. cap. 7, p. 299 - 419. ISBN 0-691-00354-8.

GHOSH, Atish R.; QURESHI, Mahvash S. **From Great Depression to Great Recession.** Washington, DC: International Monetary Fund, 2017. 258 p. Disponível em: <<https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF071/23159-9781513514277/23159->

9781513514277/Other_formats/Source_PDF/23159-9781475584776.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2018.

GONTIJO, Cláudio. **A CRISE DA UNIÃO EUROPEIA (WHY PIGS CAN'T FLY)**. UFMG, 2013. Disponível em: <http://www.cedeplar.ufmg.br>. Acesso em: 11 abr. 2019.

HARRIS, Kevin; VASILJEV, Tamara Basic. **Outlook Special Feature: The Risk of Contagion Is Rising**. Continuum Economics, 7 mar. 2019. Disponível em: <https://continuumeconomics.com/2019/03/07/outlook/outlook-special-feature-the-risk-of-contagion>. Acesso em: 1 jun. 2019.

International Monetary Fund (Org.). **GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT**. 2018. Disponível em: <<https://www.elibrary.imf.org>>. Acesso em: 21 nov. 2018.

International Monetary Fund (Org.). **WORLD ECONOMIC OUTLOOK: CHALLENGES TO STEADY GROWTH**. 2018. Disponível em: <<https://www.elibrary.imf.org>>. Acesso em: 21 nov. 2018.

MANDUCA, Marcus *et al.* **Basileia III: Principais características e potenciais impactos**. PWC, 2013. Disponível em: http://www.abbc.org.br/images/content/PwC_Basileia%20III.pdf. Acesso em: 15 maio 2019.

MARICHAL, Carlos. **Nova História das grandes Crises Financeiras: Uma perspectiva global, 1873-2008**. Rio de Janeiro: FGV, 2016. 345 p.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século, 2013.

NEXT RECESSION. **The Economist**, UK, 13 out. 2018. The World Economy, p. 13.

NIKIFOROS, Michalis; PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; ZEZZA, Gennaro. **The Greek public debt problem**. [S. l.], 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/3552>. Acesso em: 10 abr. 2019.

PELLS, Richard H.; ROMER, Christina D. **Great Depression**. Encyclopædia Britannica, inc., 20 jul. 1998. Disponível em: <https://www.britannica.com/event/Great-Depression>. Acesso em: 28 mar. 2019.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A Economia das Crises**: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010. 366 p.

Schuker, S. (1974). **The World in Depression, 1929–1939**. By Charles P. Kindleberger. Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 1973. Pp. 336. *The Journal of Economic History*, 34(4), 1045-1047. doi:10.1017/S0022050700089580

KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, Pênicos e Crises**: A história das catástrofes econômicas mundiais. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. 409 p.