



# **Crise Financeira: Inflação e Deflação dos Ativos**

*Fernando Nogueira da Costa*  
**Professor do IE-UNICAMP**

# **Estrutura da apresentação**

**Racionamento de Crédito**

**Inflação de Ativos**

**Deflação de Ativos**



# Racionamento de crédito

# Modelo Novo-keynesiano com Informação Assimétrica

- Os *atos individuais* sofrem de *limitações sistêmicas*.
- **Modelos novos-keynesianos** rompem com as hipóteses de *preços flexíveis* e *informação perfeita*, isto é, homogênea para todos os agentes econômicos.
- Adotam o pressuposto de *preços rígidos* e *informação assimétrica*.
- A **informação assimétrica** cria *problemas no sistema financeiro* de duas maneiras:
  1. *Antes* da transação ser completada:  
**seleção adversa**;
  2. *Depois* da transação ser completada:  
**risco moral** [*moral hazard*].

# dificuldade de *avaliar o risco do credor*

- **Seleção adversa** ocorre, no mercado financeiro, quando os potenciais *tomadores de crédito* mais próximos de produzirem resultado indesejado (*adverso*), que constituem *maus riscos de crédito*, são *os mais prováveis selecionados*.
- Quando **credores** têm problema na determinação de se o potencial **devedor** é *bom risco* (tem boa oportunidade de investimento com baixo risco) ou, alternativamente, *mau risco* (tem pior projeto de investimento com alto risco), eles optam por fazer **racionamento do crédito**.

# “bolsa de carros usados”

- Quem leva seu carro lá, supostamente, *não tem melhor avaliação*, no mercado; os negociantes da “boca” sabem disso e *sub-avaliam* o automóvel.
- Os **banqueiros** acabam adotando *atitude semelhante*: considerando o risco, determinam o **preço do crédito que reflete a qualidade média das firmas** emissoras de títulos de dívida.
- É **preço abaixo do justo valor de mercado** (o valor presente da esperada corrente de rendimentos) para *firmas de alta qualidade*, mas **acima do justo valor de mercado** para *firmas de baixa qualidade*.

# mau funcionamento do mercado de crédito

- Os proprietários ou gerentes de **firmas de alta qualidade**, que conhecem essa qualidade, então sabem que seus *títulos de dívida emitidos* serão *sub-avaliados* e não os desejarão colocá-los no mercado.
- As únicas firmas dispostas a ofertarem os seus títulos de dívida serão as **firmas de baixa qualidade**, porque elas sabem que os preços de seus títulos financeiros, se estiverem cotados pela avaliação média do mercado, estarão com *cotações maiores que seu justo valor*.
- Logo, *muitos projetos com valor presente do lucro líquido positivo não são empreendidos*.

# economia da informação X teoria convencional

- Enquanto a **teoria convencional** *atribuía às taxas de juros o papel de promover o clearing nos mercados de crédito*, a **economia da informação** enfatiza *a possibilidade de racionamento sendo feito via quantidade (e não por preço)*.
- Demonstrar que *o racionamento quantitativo pode representar uma situação de equilíbrio no mercado de crédito* é a **contribuição teórica de Stiglitz**.

# risco moral

- O **risco moral** surge como resultado de *informação assimétrica*, pois há carência de conhecimento por parte do credor sobre as atividades do devedor.
- O **risco moral** ocorre, no mercado financeiro, após o crédito ser concedido, quando o credor é sujeito ao azar do devedor engajar-se em *atividades que são indesejadas (imorais)*, sob o ponto de vista do prestador, porque elas aumentam a probabilidade de *default* (calote).

# *moral hazard*

- O **risco moral** pode também ocorrer porque *é altamente custoso para o credor preveni-lo, mesmo quando ele está plenamente informado a respeito das atividades do tomador de crédito.*
- *Este é o caso de situações em que o banco central evita intervir em certo banco, para evitar instabilidade sistêmica.*
- O **risco moral** ocorre porque o tomador de empréstimo tem *incentivo a investir em projeto com alto risco* no qual ele se dá bem, caso o projeto tenha sucesso, mas *o credor torna-se tolerante com a perda, se o projeto falha.*

# racionamento do crédito

- Outra especificidade de uma **economia com informações imperfeitas**: *a interferência do grau de endividamento dos que solicitam crédito sobre a disponibilidade de crédito.*
- Quanto maior o **leverage** do devedor, maior a despesa com obrigações financeiras e, portanto, maior o risco de *default*.
- O **maior endividamento** incita o devedor, ademais, a um comportamento do tipo *moral hazard*.
- Desse modo, o **racionamento do crédito** pode constituir *solução ótima para o credor*, desde que, em sua avaliação, *qualquer prêmio adicionado sobre a taxa de juros pode não compensar o incremento no risco de default* ensejado pelo aumento no **grau de endividamento**.



**Macroeconomia Aberta sob a  
Dominância de Ativos Financeiros:  
Ciclo comandado pela  
*Inflação de Ativos* em  
Economia de Mercado de Capitais**

# decisões de investimento: tripla influência da *inflação de ativos*

1. O **superaquecimento do consumo**, devido ao *efeito riqueza*, eleva a eficiência marginal do capital do setor produtor de bens de consumo;
2. O **aumento do valor do patrimônio líquido**, via aumento do valor de mercado da empresa, amplia *a capacidade de endividamento empresarial*, devido ao declínio da relação dívida / capital próprio;
3. A **redução dos custos de capital** para a empresa, que passa a ser melhor avaliada pelas agências de *rating*, baixa a percepção do risco para credores.

# economia aberta

- *O aumento do preço de demanda dos ativos de capital e a perspectiva de ganhos com a valorização dos ativos intensifica o **ingresso de capitais estrangeiros**.*
- *Mas esse influxo contribui para a **apreciação da moeda nacional**, com *impacto sobre o balanço comercial*.*
- *A **facilidade de importações** a custo mais baixo *amortece*, temporariamente, as pressões inflacionárias de preços correntes, típicas dos estágios avançados dos ciclos expansivos.*

# crise do balanço de pagamentos

- Com o agravamento do **déficit no balanço de transações correntes**, aumenta a possibilidade dos investidores internacionais se recusarem a *continuar absorvendo ativos ou títulos de dívida denominados na moeda do país deficitário*, mesmo sob o aval do Tesouro Nacional desse país.
- Uma alternativa para a autoridade monetária do país é compensar a queda do *cupom cambial* para os investidores estrangeiros – dado o aumento no risco de perda, pela depreciação da moeda nacional, no momento de retirada de capitais – com um **aumento no diferencial entre juros domésticos e juros internacionais** ( $i - i^* = \hat{\epsilon}$ , isto é, *taxa de depreciação esperada*).

# risco de deflação dos ativos

- As autoridades monetárias, nestas circunstâncias, são colocadas diante de uma **escolha difícil**.
- O temor de uma *aceleração da inflação* e da *fuga de capitais* recomendaria a **elevação dos juros de curto prazo**.
- Esta medida poderia, no entanto, deflagrar um perigoso **colapso na bolha** formada pelo *crescimento desmesurado dos preços dos ativos*.

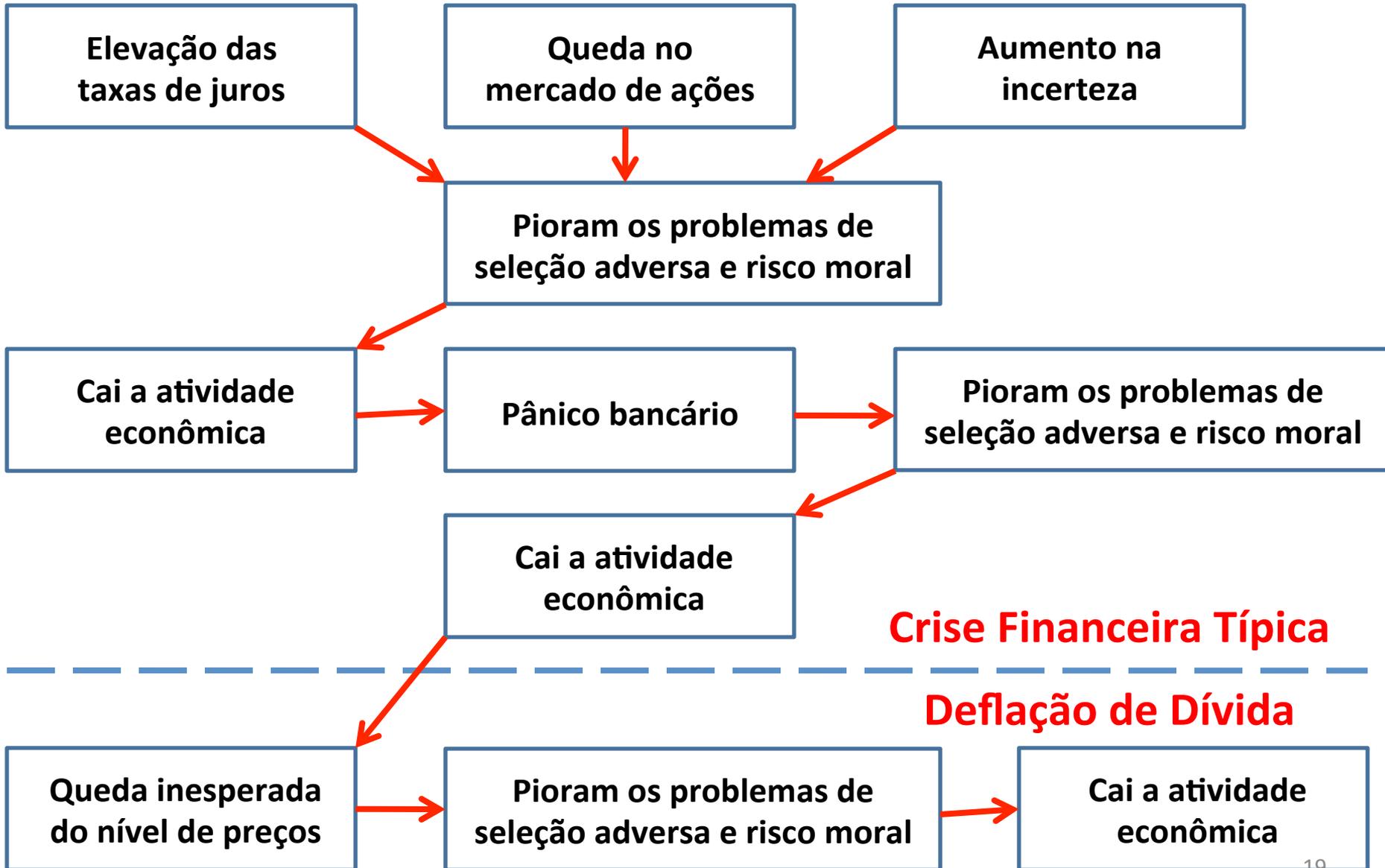


# **Crise Financeira devido à Deflação dos Ativos**

# Crise financeira

- Na concepção novo-keynesiana, a **crise financeira** é a *ruptura dos mercados financeiros* nos quais os problemas de *seleção adversa* e de *risco moral* tornam-se muito piores, incapacitando-os de canalizar fundos para aqueles que têm as oportunidades de investimento mais produtivas, ou seja, provocando o *acionamento do crédito*.

# Seqüência de eventos nas crises financeiras



# Elevação nas taxas de juros

- A **assimetria de informações** gera problema de **seleção adversa**, que, por sua vez, leva ao **acionamento de crédito**.
- Há negação da concessão de crédito mesmo com a disposição de pagar maior taxa de juros, porque há **descrédito** com relação ao *investidor que aceita maior risco*.
- Nessa visão, a *maior taxa de juros* provoca *queda* (e não aumento) da *oferta de crédito*.

# Declínio no fluxo de caixa

- **Aumento nos pagamentos de juros** por indivíduos e firmas *diminui o fluxo de caixa das firmas*, a diferença entre os recebimentos e os gastos.
- **O declínio no fluxo de caixa** causa *deterioração no balanço patrimonial* porque *diminui a liquidez dos clientes* e, portanto, *dificulta a avaliação* por parte dos emprestadores sobre *a probabilidade deles vir a pagar suas contas*.

# Queda no mercado de ações

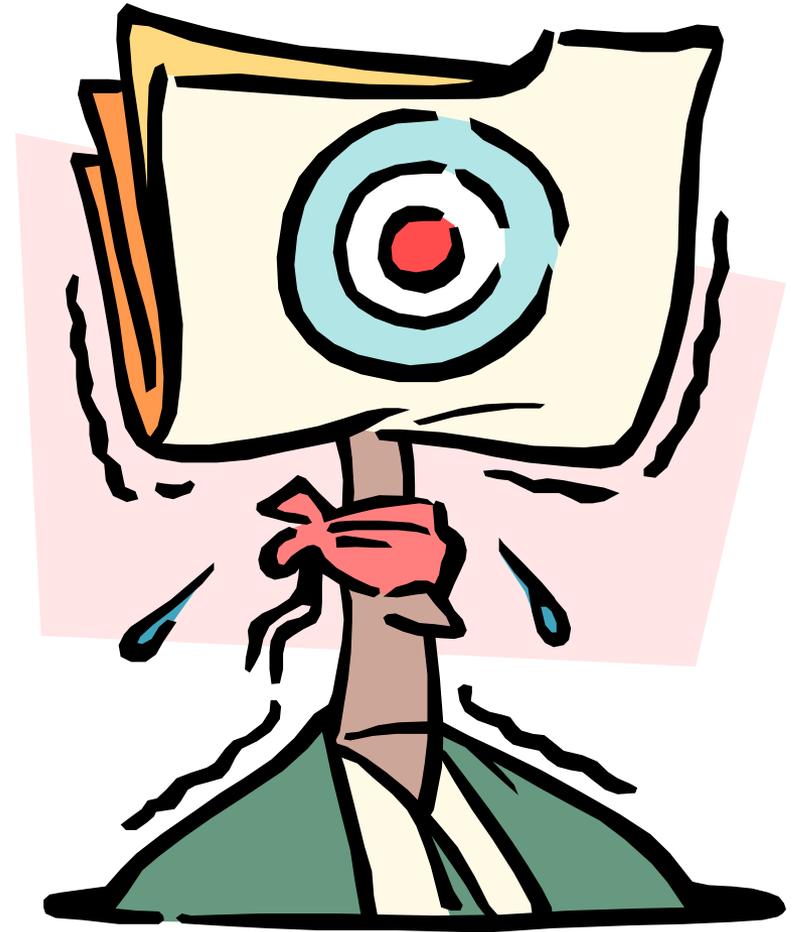
- **Queda no mercado de ações** significa que *o patrimônio líquido das empresas caiu*, porque os preços das ações estabelecem o valor de mercado de seu patrimônio.
- Por desempenhar papel semelhante ao da **garantia**, *seu declínio faz com que os emprestadores fiquem menos dispostos a emprestar*.
- Também aumenta o **risco moral**, incentivando às firmas tomadoras a fazer *investimentos mais arriscados*, porque elas passaram a ter *menos a perder*.

# Baixa no mercado de ativos (ou *crash*)

- A expectativa de diminuir o fluxo futuro de renda, ou seja, *o menor valor presente da futura corrente de rendimentos*, descontado com maior taxa de juros, provoca aumento dos problemas da **seleção adversa** e do **risco moral**.
- O declínio no *valor de mercado do patrimônio líquido da firma* implica declínio do **valor do colateral** (garantia que reduz as perdas do credor em caso de *default*).
- A *menor proteção aos credores* torna as perdas mais severas e leva ao **racionamento do crédito**.

# Aumento na incerteza no mercado financeiro

- Com quebras de instituições financeiras ou falências de empresas não-financeiras, recessão, *crash* no mercado de ativos, torna-se mais difícil distinguir entre **bons** e **maus** riscos.



# Fonte de pânico bancário

- Com a **informação assimétrica**, em **pânico**, os depositantes *retiram seus depósitos* do sistema bancário, provocando *contração no crédito* e múltipla *contração nos depósitos*.
- Há, então, **corrida bancária** e **quebra de bancos**, porque os depositantes não distinguem entre os bancos *solventes* e os *insolventes*.
- Os **maiores bancos de varejo** reagem, aumentando a *relação provisões/créditos*, o que aumenta o “*empoçamento de liquidez*”, travando o *mercado interbancário* e contraindo ainda mais a *cadeia empréstimos-depósitos*, resultando em **outras quebras bancárias**.

# Resultado líquido



- **O resultado líquido é:**
  1. redução dos fundos disponíveis para empréstimos,
  2. aumento dos custos de empréstimos,
  3. redução no investimento,
  4. declínio na atividade econômica.

# Declínio não antecipado no nível de geral de preços

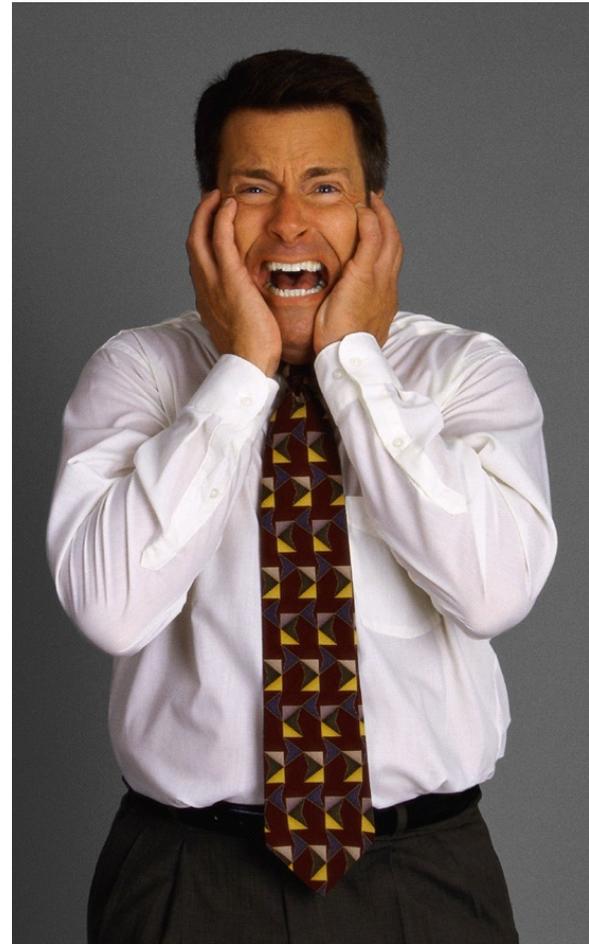
- Decresce o **lucro líquido** das firmas em função do *aumento dos passivos* em termos reais, devido ao aumento da *carga do endividamento* (relação entre *serviço da dívida* e *receitas*), mas *sem aumentar o valor real dos ativos*.
- O declínio no **patrimônio líquido real** (diferença entre ativos e passivos em termos reais) das firmas agrava os problemas de **seleção adversa** e de **risco moral**, enfrentados pelos emprestadores.
- Queda imprevista no **nível geral de preços**, devido à *contração econômica*, agrava, portanto, a *queda nos empréstimos e na atividade econômica*.

# Processo de deflação de ativos

- Quando *o mercado financeiro se deflaciona*, os **preços dos ativos** e, em consequência, os **valores das garantias**, oferecidas para a tomada de empréstimos (com o objetivo de alavancagem de suas posições), também *desabam*.
- Os bancos que concederam o crédito pedem, imediatamente, para os investidores (*alavancados*) cobrirem a **perda do valor da garantia**.
- Ao não disporem de recursos para isso, *os devedores se vêem forçados a liquidar suas posições*.

# Definição de crise financeira

- Como a **liquidação** ocorre de maneira generalizada, *não há compradores aos preços oferecidos.*
- Os **preços dos ativos** despencam ainda mais.
- A **crise financeira** é *o processo de deflação de ativos.*



# Dívida dolarizada

- Com os **contratos de dívida denominados em moeda estrangeira**, quando ocorre *depreciação repentina da moeda nacional*, o **ônus da dívida externa** das firmas domésticas aumenta.
- Como os **ativos são denominados em moeda nacional**, há, conseqüentemente, deterioração nos **balanços patrimoniais** das firmas e queda no **patrimônio líquido**, o que então aumenta os problemas de **seleção adversa** e de **risco moral**.

# Pânico bancário

- Na **crise financeira**, quando *muitos bancos quebram* (chamada então de **pânico bancário**), reduzem as atividades ligadas à *produção de informação* que facilitam o *investimento produtivo* para a economia.
- Quando sofrem contração significativa em seu **patrimônio líquido**, devido a **maus empréstimos**, *os bancos terão menos recursos para conceder empréstimos*, que cairão, causando mais **contração na atividade econômica**.

# Modelo de Kindleberger

As estruturas de débito são as causadoras das dificuldades financeiras, especialmente as dívidas contraídas para financiar a aquisição de ativos especulativos para posterior revenda.

Choque Exógeno  
(ex.: inovação)

Sistema  
macroeconômico

Mudança nas  
oportunidades de  
lucro dos setores

Recuperação dos  
investimentos e  
da produção

Setor Bancário:  
alimenta o boom  
com crédito

Possibilidade de  
surgimento de  
um **boom**

Início de um ciclo crescente de especulação: **euforia**

Novas empresas e  
particulares  
+ conservadores

Novas empresas  
e investidores são  
atraídos ao mercado

Aumento dos  
preços

Aumento da  
demanda efetiva

**mania**  
(irracional)

aparece o **overtrading**

Formação de  
uma **bolha**

**Insiders** realizam  
lucros e “zeram”  
suas posições

Corrida por  
“liquidez”: queda  
dos preços

Especuladores com  
dificuldades de  
pagar duas dívidas

## Atenuantes do pânico:

- Preços caem tanto que os agentes mantêm parte de suas riquezas em ativos menos líquidos.
- Estabelecimento de um “*circuit breaker*”.
- Ação anticíclica no mercado de crédito.

Crise de  
Confiança:  
**pânico**

**Crise**  
Sinal: falências



**[fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)**