



Crise  
Financeira  
Internacional

Fernando Alexandre  
• Ives Gandra Mar  
tins • João  
Sousa Andra  
de • Paulo  
Rabello de  
Castro •  
Pedro  
Ba  
ção

Estado da Arte

(Página deixada propositadamente em branco)

Fernando Alexandre  
Ives Gandra Martins  
João Sousa Andrade  
Paulo Rabello de Castro  
Pedro Bação

**A Crise Financeira  
Internacional**

Estado da Arte

**COORDENAÇÃO EDITORIAL**

Imprensa da Universidade de Coimbra

Email: [imprensauc@ci.uc.pt](mailto:imprensauc@ci.uc.pt)

URL: [http://www.uc.pt/imprensa\\_uc](http://www.uc.pt/imprensa_uc)

Vendas online: <http://siglv.uc.pt/imprensa>

**CONCEPÇÃO GRÁFICA**

António Barros

**INFOGRAFIA**

Carlos Costa

Imprensa da Universidade de Coimbra

**EXECUÇÃO GRÁFICA**

Sereer, Soluções Editoriais

**ISBN**

978-989-26-0003-1

**ISBN Digital**

978-989-26-0320-9

**DOI**

<http://dx.doi.org/10.14195/978-989-26-0320-9>

**DEPÓSITO LEGAL**

299701/09

## ÍNDICE

Nota Prévia .....	5
<b>CAPÍTULO 1</b>	
Introdução .....	9
<b>CAPÍTULO 2</b>	
A Grande Moderação.....	21
<b>CAPÍTULO 3</b>	
Exuberância Irracional e Outras Folias.....	35
<b>CAPÍTULO 4</b>	
Crédito Hipotecário: Inovadores e Predadores.....	53
<b>CAPÍTULO 5</b>	
Especulação e Complacência dos Bancos Centrais .....	71
<b>CAPÍTULO 6</b>	
Endividamento e Poupança na Economia Mundial .....	87

## CAPÍTULO 7

A Fé na Capacidade Auto-Reguladora dos Mercados.....	103
--	-----

## CAPÍTULO 8

A Crise Económica.....	125
------------------------	-----

## CAPÍTULO 9

Um Novo Papel para as Economias Emergentes.....	155
---	-----

## CAPÍTULO 10

Conclusão.....	173
----------------	-----

Bibliografia.....	179
-------------------	-----

Apêndice: A Cronologia da Crise.....	181
--------------------------------------	-----

## NOTA PRÉVIA

Os livros sobre a crise financeira de 2007 inundam os escaparates das livrarias e doutros espaços comerciais. A propósito da abundância de livros sobre a crise financeira, a revista *The Economist*, em Junho de 2009, definia assim as condições a cumprir pelo livro ideal:

“O livro ideal sobre a crise não diria aos leitores apenas o que aconteceu e porquê. Olharia também para como o sistema irá mudar. E seria acessível, mesmo a leitores que não passaram anos a estudar detalhadamente os mercados financeiros.”

Na altura em que escrevíamos este livro, a crise iniciada em 2007 já era a mais grave crise económica e financeira desde a Grande Depressão. Os

avanços da ciência económica desde a crise dos anos trinta contribuíram para um longo período de estabilidade, intercalado por crises económicas todas elas breves e curtas quando comparadas com a de 2007. Mas, entretanto, o mundo foi-se tornando mais interligado e complexo com o aprofundamento da globalização comercial e financeira. É possível que em termos relativos o conhecimento que temos hoje do funcionamento das economias seja menor do que nos anos trinta. Tudo isto torna mais difícil a tarefa de escrever um livro ideal, nos termos acima definidos, sobre a crise financeira internacional. Vale a pena lembrar que o livro clássico de John Kenneth Galbraith (1908-2006) sobre a Grande Depressão dos anos trinta foi escrito já nos anos cinquenta, e ainda hoje a Grande Depressão continua a ser um importante tema de discussão e de controvérsia.

O facto de este livro ter sido escrito a cinco mãos, duas brasileiras e três portuguesas, combinando os contributos de quatro académicos e de um profissional na avaliação do risco dos mercados financeiros, também com um passado académico, separados pelo Atlântico mas aproximados pelas



novas tecnologias de comunicação, tornou-nos ainda mais conscientes das dificuldades deste projecto. Procurámos descrever de forma acessível as origens da crise financeira internacional de 2007, bem como os seus efeitos mais imediatos sobre as economias, seguindo as indicações da Imprensa da Universidade de Coimbra. Esperamos ter cumprido o nosso contrato.

(Página deixada propositadamente em branco)

## CAPÍTULO 1

### INTRODUÇÃO

“Ele tinha assimilado o credo da sua época: Safety first; era-lhe mais importante possuir um empreendimento sólido com capital próprio, do que dar-lhe dimensões gigantescas, recorrendo a créditos bancários ou hipotecas. O seu único orgulho na vida era nunca ninguém lhe ter visto o nome num título de dívida ou numa letra de câmbio e de ter sido sempre credor do seu banco (...). Tinha aversão a qualquer lucro que implicasse nem que fosse a mais leve sombra de risco (...).”

Stefan Zweig, *O Mundo de Ontem: Recordações de um Europeu*, 1942, pág. 19.

Na origem da crise financeira está o excesso de endividamento. Nos últimos anos do século XX e nos primeiros do século XXI, países como os Estados Unidos, o Reino Unido, a Irlanda, a Islândia, a Espanha ou Portugal aumentaram de forma extraordinária os seus níveis de endividamento, acumulado essencialmente pelas famílias para a aquisição de habitação e consumo. Na Dinamarca e na Holanda, por exemplo, o endividamento ultrapassou em mais de duas vezes o rendimento gerado anualmente. Assim, para percebermos as causas da crise financeira temos de identificar os factores que estiveram por detrás do extraordinário aumento do endividamento, em particular, o papel desempenhado pelo desenvolvimento dos mercados financeiros nas últimas décadas e a forma como o Estado se posicionou em relação a estes desenvolvimentos.

É nos mercados financeiros que os empreendedores encontram o financiamento que lhes permite transformar ideias em negócios, possibilitando o investimento na inovação tecnológica, ponto de partida para a “destruição criadora” que

caracteriza o funcionamento do sistema capitalista.<sup>1</sup> O notável empreendimento dos descobrimentos dos séculos xv e xvi, levado a cabo pelos monarcas e navegadores portugueses e espanhóis, que estiveram na origem da primeira globalização, não teria sido possível sem o acesso a um mercado obrigacionista e às primeiras formas de seguros, que permitiram a protecção dos investidores contra o risco das viagens nos desconhecidos e muitas vezes tenebrosos mares e oceanos.

No entanto, até ao início do século xx a poupança e um modo de vida austero, descrito na passagem acima das memórias do escritor austríaco Stefan Zweig (1881-1942), caracterizavam o modo de vida das famílias e das empresas, sendo vistas como virtudes que favoreciam o desenvolvimento da economia.<sup>2</sup> O crédito ao consumo é uma inovação do século xx que esteve na base da

---

<sup>1</sup> Esta expressão deve-se ao grande economista austríaco Joseph Schumpeter (1883-1950).

<sup>2</sup> O sociólogo e economista Max Weber (1864-1920) foi o primeiro a estabelecer a relação entre a ética protestante e o desenvolvimento do capitalismo em textos de 1904, 1905 e 1920.

criação do consumo de massas e da classe média. O aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros e das formas de protecção contra o risco permitiu alargar o acesso ao crédito a um número cada vez maior de famílias. A renitência das famílias em recorrerem ao crédito foi ultrapassada pelas campanhas de marketing dos bancos americanos: estes, nos anos vinte, começaram a vender o crédito como uma prova de confiança nas famílias que a ele recorriam. Ter crédito passou a ser uma qualidade digna de admiração.

No entanto, a actividade de concessão de crédito, porque assenta em avaliações dos rendimentos esperados, isto é, rendimentos não conhecidos na altura em que se estabelece o contrato entre o credor e o devedor, acarreta riscos. Talvez por isso, durante muitos anos, a melhor definição de banco fosse a de uma instituição que empresta um chapéu-de-chuva quando está sol para o pedir de volta logo que começa a chover. A universalização do crédito que se verificou, mais depressa nuns países do que noutros, veio lançar dúvidas sobre a justeza daquela definição. De facto, no caso do mercado *subprime*, que esteve na origem da crise

financeira internacional, os bancos, negando a definição acima, emprestaram dinheiro a quem estava à chuva e sem que houvesse previsões de melhorias climáticas.

Do ponto de vista social, esta mudança era, pelo menos na aparência, positiva, dado que permitia às famílias com rendimentos muito baixos adquirir, por exemplo, habitação própria. Os benefícios sociais resultantes do acesso ao crédito à habitação pelas famílias de baixos rendimentos constitui certamente umas das explicações para a omissão e complacência dos Estados na regulação e supervisão das novas criaturas que invadiram os mercados financeiros nas últimas décadas. Em poucas circunstâncias este sentimento se terá revelado de forma mais autêntica do que nas memórias do ex-presidente da Reserva Federal americana, Alan Greenspan, publicadas em Setembro de 2007, quando os sinais da crise financeira se adensavam:

“Os ganhos foram especialmente significativos entre os hispânicos e os negros, graças à crescente afluência e aos incentivos do Governo para o acesso ao mercado

hipotecário *subprime*, que permitiram a muitos membros de grupos minoritários tornarem-se proprietários pela primeira vez. Esta expansão da propriedade permitia a mais pessoas terem um lugar no futuro do nosso país e era um bom augúrio para a coesão da nação, pensava eu.” (pág. 230)

A universalização do acesso ao crédito funcionava como um instrumento de redistribuição do rendimento, permitindo às famílias de rendimentos mais baixos beneficiar no presente dos rendimentos mais elevados que o sonho americano lhes prometia para o futuro. Este sentimento foi partilhado por famílias e empresas de muitos outros países, incluindo Portugal. A longa expansão que caracterizou o comportamento da economia americana e dos países industrializados desde meados dos anos oitenta contribuiu para reforçar a confiança na realização daquelas expectativas. No entanto, a crise financeira veio mais uma vez mostrar que a redistribuição de rendimento entre o futuro e o presente tem limites: o consumo no presente dos rendimentos futuros só é sustentá-



vel quando estes se materializam. Quando isso não acontece para uma parte importante dos devedores, os contratos estabelecidos com os credores deixam de ser cumpridos, a confiança desvanece-se, os mercados financeiros deixam de funcionar e a actividade económica definha. A crise financeira de 2007 é o exemplo mais recente, e um dos mais notáveis da história do capitalismo, desta dinâmica de expansão e contracção das economias motivada pelo crescimento excessivo do endividamento.

Embora alguns acontecimentos anteriores a Agosto de 2007, descritos na cronologia da crise incluída na parte final deste livro, prenunciassem a crise financeira internacional, são os problemas nos mercados de crédito e as intervenções dos bancos centrais naquele mês que marcam o início da crise. As bolhas especulativas nas empresas de novas tecnologias de informação e comunicação (conhecidas como *dotcoms*) na década de noventa, a bolha da habitação nos primeiros anos do século XXI, o desequilíbrio externo da economia americana e os excedentes das economias emergentes sugeriam aos economistas e decisores de política

económica a inevitabilidade de uma recessão ou crise da economia mundial.

De facto, apesar da impossibilidade de prever o futuro que caracteriza as ciências sociais, há muito tempo demonstrada por Karl Popper (1902-1994)<sup>3</sup> e muito referida a propósito desta crise, a inevitabilidade de uma crise mundial era um dos principais temas em conferências e noutros encontros académicos. Foi num desses eventos que, num fim de tarde do Verão de 2006, junto ao Mediterrâneo, um dos autores deste livro assistiu a uma animada discussão entre dois distintos economistas, de duas das mais importantes instituições económicas e financeiras internacionais, sobre a forma que tomaria a correcção dos desequilíbrios da economia mundial. Embora existisse consenso entre os dois economistas relativamente à inevitabilidade de uma crise, discordavam quanto à forma e às consequências que resultariam da correcção

---

<sup>3</sup> O filósofo austríaco, no seu livro *The Logic of Scientific Discovery*, mostra que, assentando o avanço das sociedades no avanço do conhecimento, e sendo este, por definição, imprevisível, não é possível definir leis para a evolução da história (Popper, 1959).

daqueles desequilíbrios. De um lado estava a visão otimista que defendia que o ajustamento tomaria uma forma benigna, ou seja, à semelhança das crises mais recentes, a um curto período de desaceleração do crescimento sucederia um novo período de expansão económica. Do outro lado estava a visão pessimista, que argumentava que, dada a magnitude dos desequilíbrios existentes, o ajustamento poderia gerar uma crise económica com proporções e consequências imprevisíveis. A contenda entre aqueles dois economistas ilustra um dos mais antigos pontos de discordância entre economistas: o da estabilidade ou instabilidade das economias de mercado e da sua capacidade para auto-corrigir os desequilíbrios que se formam durante os períodos de expansão.

Embora ainda seja cedo para uma avaliação definitiva, os custos desta crise financeira, em termos de rendimento perdido para as sociedades, tornam-na a mais grave desde a Grande Depressão dos anos trinta. Ou seja, naquela discussão, o desenrolar da crise veio dar razão ao economista pessimista. No entanto, a visão da benignidade do ajustamento do economista otimista foi a que

prevaleceu junto dos decisores políticos, em parte pelas razões que referimos acima. Isto é, o optimismo em relação à capacidade auto-reguladora dos mercados, fortalecido durante a “longa expansão” que antecedeu a crise financeira, impediu os decisores de política económica de tomarem algumas medidas que a crise veio mostrar serem essenciais. Entre estas encontram-se a necessidade de uma melhor, e talvez maior, regulação e supervisão dos mercados financeiros, que limite o crescimento do endividamento para níveis insustentáveis, isto é, geradores de crises.

Pelo que já dissemos fica claro que consideramos que a acumulação de desequilíbrios no período que antecedeu a crise se deveu ao excesso de confiança no futuro, quer das famílias, quer dos decisores de política. Assim, os próximos dois capítulos descrevem o período que antecedeu a crise iniciada em 2007: uma análise geral do desempenho das economias no período entre 1984 e 2006, que ficou conhecido como a “Grande Moderação”, no capítulo 3, e uma análise do comportamento dos mercados financeiros, com ênfase nos comportamentos que originaram bolhas

especulativas durante esse período, no capítulo 4. À primeira vista, estes capítulos poderão parecer um desvio do tema do livro, mas é preciso conhecer a história para compreender a economia. Perceber o período da Grande Moderação e o comportamento dos mercados financeiros nessa altura é fundamental para compreender as escolhas, de acção e de omissão, feitas em matéria de política económica e as circunstâncias que, em conjunto com essas escolhas, conduziram à crise de 2007. Esses capítulos farão, portanto, várias referências aos capítulos restantes do livro, nos quais serão detalhados os desenvolvimentos económicos que favoreceram o eclodir da crise em 2007, e será examinada a crise económica daí resultante, bem como a importância das economias emergentes.

Cada capítulo é encabeçado por citações, sendo pelo menos uma de Alan Greenspan. O objectivo das citações é ilustrar, na primeira pessoa, o pensamento dos economistas, nem sempre concordantes, sobre os temas dos capítulos. A proeminência dada a Greenspan resulta da importância inegável e decisiva que este teve, enquanto líder do banco central norte-americano, na história económica

dos últimos anos do século xx e dos primeiros anos do século xxi. A crise de 2007 marca, não só o fim da Grande Moderação, mas também a queda de Greenspan do pedestal no qual tinha sido colocado, quando se retirou em 2006, em resultado do desempenho notável da economia norte-americana durante o período em que dirigiu a Reserva Federal.

A crise financeira começou nos Estados Unidos, cuja economia representa cerca de 25% da produção mundial, e alastrou-se rapidamente ao resto do mundo. Por isso, a economia americana estará no centro da nossa discussão das origens da crise financeira e das suas consequências para a actividade económica. A excepção é o capítulo 9, dedicado ao papel das economias emergentes no desenrolar da crise. Sempre que se justifique serão feitas referências às consequências da crise financeira para a economia portuguesa.

## CAPÍTULO 2

### A GRANDE MODERAÇÃO

“Recentemente (...) tem-se tornado cada vez mais difícil negar que surgiu algo de profundamente diferente do típico ciclo económico do pós-guerra.”

Alan Greenspan, Discurso no Economic Club of New York, Janeiro de 2000.

“Estou perplexo. Tenho dificuldade em acreditar. (...) O que me confunde é se, e se sim como, eles aprenderam a regular a economia. Será que Alan Greenspan tem uma compreensão dos movimentos da economia e dos choques que as outras pessoas não têm?” Milton Friedman, entrevista dada a John Taylor, Maio de 2000.

## Revolução e petróleo

Provavelmente, são estas as palavras que a generalidade das pessoas associa aos anos setenta do século passado. Com efeito, os anos setenta, e os primeiros anos da década de oitenta, foram anos de revolução, não só política, mas também económica, e de tal forma foram marcados pela instabilidade que os economistas passaram a chamar ao período que lhes sucedeu – a partir de meados da década de oitenta – a época da Grande Moderação. Mas para compreendermos a época da Grande Moderação (ou da “Longa Expansão”, como também ficou conhecida), a que a crise financeira de 2007 pôs fim, será importante revermos abreviadamente alguns dos principais acontecimentos dos anos setenta.

Do ponto de vista macroeconómico, os anos setenta são marcados por dois acontecimentos extraordinários: o fim do sistema de Bretton Woods e os choques petrolíferos.

O sistema de Bretton Woods, resultante da conferência realizada em Bretton Woods, EUA, em 1944, era uma herança da segunda guerra



mundial. Este sistema pretendia contribuir para a criação duma ordem económica mundial estável, ancorada na economia americana, que permitisse aos países envolvidos obterem os benefícios associados ao comércio internacional, mas com alguma protecção, a cargo de controlos de capitais e do Fundo Monetário Internacional (FMI), face aos fluxos internacionais de capitais. Este sistema de controlos e regulação ficou associado a um período de estabilidade do sector financeiro, não tendo ocorrido qualquer crise bancária nos países desenvolvidos durante a sua vigência. Um dos elementos fundamentais do sistema de Bretton Woods era a existência de “taxas de câmbio fixas”: a taxa de câmbio face ao dólar norte-americano da moeda de cada país participante era fixa, embora ajustável pelos governos, se as circunstâncias o exigissem. Por sua vez, o dólar tinha um valor fixo em ouro: o dólar era convertível em ouro à razão de 35 dólares por onça de ouro desde 1934.

Contudo, os défices orçamental e externo dos EUA (que financiaram, por exemplo, a guerra do Vietname) acabariam por minar a confiança no dólar: países como a França preferiam trocar

os dólares por ouro. Em 15 de Agosto de 1971, confrontado com a saída acelerada de ouro das reservas americanas, o presidente Nixon suspendeu a convertibilidade do dólar. Era o princípio do fim do sistema de Bretton Woods. Em Março de 1973 as taxas de câmbio deixaram de ser fixas e passaram a flutuar ao sabor da procura e da oferta no mercado de câmbios. A flexibilidade das taxas de câmbio e a liberalização dos movimentos de capitais tornar-se-iam imagens de marca das décadas seguintes, e desempenhariam um papel fundamental nas subseqüentes crises financeiras que se foram vivendo um pouco por todo o mundo.

Para muitos, a suspensão da convertibilidade e a passagem a taxas de câmbio flexíveis em 1973 deveriam ter sido temporárias. Porém, no final deste mesmo ano iniciou-se uma subida vertiginosa do preço do petróleo, que ficaria conhecida como o “primeiro choque petrolífero”, resultante da criação da Organização dos Países Exportadores de Petróleo. Os ajustamentos induzidos por este choque contribuíram certamente para que não se regressasse ao regime de câmbios fixos. Além

disso, a economia mundial ainda seria abalada por mais dois choques petrolíferos, em 1979 e 1980, resultantes, respectivamente, da subida ao poder do Aiatola Khomeini no Irão e da guerra entre este país e o Iraque. A Figura 2.1 mostra a evolução do preço do petróleo entre 1970 e 2009; as variações por altura dos choques petrolíferos são notórias.

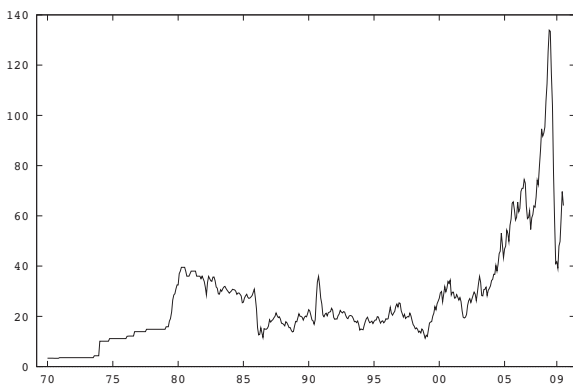


Figura 2.1: Preço do petróleo em dólares. Fonte: Reserva Federal de St. Louis (Fred).

Depois de “trinta anos gloriosos”, de forte crescimento e baixo desemprego, os países mais

desenvolvidos viam-se perante uma realidade nova. A “estagflação” (período de desemprego e inflação elevados) fazia a sua entrada em cena e punha em causa o consenso keynesiano dominante no pós-guerra. Em 1971, até o republicano Nixon declarava ser keynesiano, ecoando o dito, de 1965, de Milton Friedman: “Num certo sentido, hoje somos todos Keynesianos (...)”. O consenso keynesiano advogava a utilização sistemática da política orçamental na estabilização da economia, de forma a evitar flutuações acentuadas da taxa de desemprego. Porém, esta receita mostrou-se incapaz de lidar com a estagflação: nos anos setenta, as taxas de desemprego e de inflação dispararam (Figuras 2.2 e 2.3), enquanto as taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) caíram (Quadro 2.1).

PERÍODO	EUA	EUROPA OCIDENTAL
1890-1913	2,0%	1,4%
1913-1950	1,6%	0,8%
1950-1973 (“30 gloriosos”)	2,5%	4,0%
1973-1984	1,7%	1,7%
1973-1984	2,0%	2,0%

Quadro 2.1: Taxa de crescimento médio do PIB real per capita. Fonte: Angus Maddison.

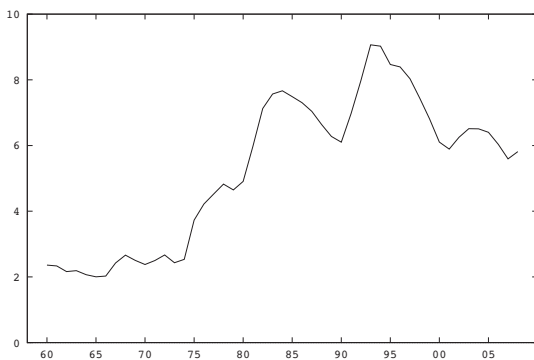


Figura 2.2: Média das taxas de desemprego em países desenvolvidos. Fonte: AMECO.

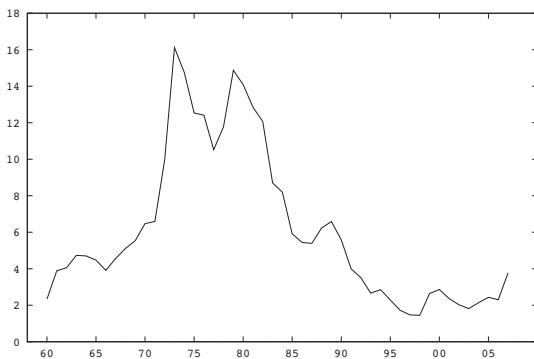


Figura 2.3: Média das taxas de inflação em países desenvolvidos. Fonte: AMECO.

As figuras atrás demonstram a influência dos choques petrolíferos na evolução destes indicadores macroeconómicos. No entanto, não é claro o papel que a política monetária seguida nos anos setenta terá tido no desenrolar da crise. No caso dos EUA, os dados históricos mostram que este período de inflação elevada terminou quando a política monetária se tornou extremamente restritiva no início dos anos oitenta, sob a direcção de Paul Volcker, presidente da Reserva Federal entre 1979 e 1987, nomeado pelo presidente democrata Jimmy Carter. De facto, no curto espaço de três anos (1980-1982), a cronologia dos ciclos económicos norte-americanos mantida pelo National Bureau of Economic Research (NBER) regista duas recessões: de Janeiro a Julho de 1980 e de Julho de 1981 a Novembro de 1982. Esta última, a “recessão Volcker”, era, até à crise de 2007, a mais longa (16 meses) e violenta recessão norte-americana no pós-guerra. Entre a recessão Volcker e a recessão iniciada em 2007, houve apenas duas recessões nos EUA: de Julho de 1990 a Março de 1991 e de Março a Novembro de 2001. Estas recessões duraram apenas 8 meses e são consideradas duas

das mais suaves da história dos EUA. Por outras palavras, desde o início dos anos oitenta, os EUA viveram essencialmente um longo período de expansão. No capítulo 8 discutiremos a duração e gravidade da crise económica que se seguiu à crise financeira de 2007.

Os estudos sobre este período identificam 1984 como o ano em que as economias mais industrializadas registaram uma alteração no seu desempenho económico, iniciando um período de crescimento económico e estabilidade macroeconómica que, como já referimos, ficou conhecido como a Longa Expansão ou a Grande Moderação. Se medirmos a instabilidade através do desvio padrão das variáveis macroeconómicas, os resultados apresentados no Quadro 2.2 demonstram como o período de 1984-2006 foi muito mais estável, uma vez que os valores do desvio padrão são muito mais reduzidos, que o período 1960-1983.

	PIB		INFLAÇÃO	
	1960-1983	1984-2006	1960-1983	1984-2006
Canadá	2,2	1,9	3,6	1,5
França	2,1	1,2	3,7	1,6
Alemanha	2,3	1,5	1,6	1,2
Itália	2,6	1,3	6,7	2,4
Japão	3,9	2,1	4,4	1,2
RU	2,2	1,4	5,9	2,0
EUA	2,5	1,5	3,6	1,0
Espanha	3,4	1,5	6,0	2,4
Portugal	3,4	2,5	8,8	6,6

Quadro 2.2: Desvio padrão da taxa de crescimento do PIB a preços constantes e da inflação. Fonte: Calculado a partir da base AMECO.

## Sorte *versus* talento

Os dados mostram claramente o efeito da Grande Moderação sobre a estabilidade do crescimento e da inflação. Contudo, não é clara a razão para a existência de tal efeito. O baixo preço das matérias-primas e a globalização económica, marcada pela entrada em cena das economias emergentes,



em particular da China, terão contribuído para a redução das taxas de inflação e para estimular o crescimento da produtividade nas indústrias dos países industrializados mais expostos à concorrência das economias emergentes. Contudo, desta globalização resultaram também desequilíbrios que contribuíram para a crise financeira e para o desenrolar da crise económica que se lhe seguiu, como veremos nos capítulos 6 e 9.

As novas tecnologias de comunicação e informação terão possibilitado uma gestão mais eficiente das empresas, reduzindo assim uma das principais fontes de instabilidade das economias. Estes dois conjuntos de factores são, em larga medida, independentes da política económica. Se atribuirmos um peso elevado a factores como estes na explicação da Grande Moderação, estaremos a atribuir este período de expansão económica a um acaso (“boa sorte”).

A perspectiva oposta salienta o papel da melhoria, em relação aos anos setenta, da forma como a política económica foi conduzida. Por exemplo, Greenspan, nas suas memórias (Greenspan, 2007), afirma que a decisão de não aumentar as taxas de

juro em 1996, quando a economia norte-americana parecia estar em risco de “sobre-aquecimento”, foi um contributo importante para que o período de expansão então em curso se viesse a tornar no mais longo do pós-guerra. No entanto, esta mesma política tem sido vista como uma das causas, se não mesmo a causa, da crise financeira – voltaremos a este tema nos capítulos 4 e 5.

A longa expansão que caracterizou o período que antecedeu a crise de 2007 e a aparente facilidade com que as economias americana e mundial ultrapassaram vários episódios de instabilidade, em particular, as várias crises financeiras que ocorreram neste período, contribuíram para reforçar a confiança na existência de uma “Nova Economia” – resultante da adopção generalizada das novas tecnologias da informação – e na capacidade de as instituições e os Governos, através de políticas orçamentais e monetárias mais eficazes, estabilizarem as economias. A este propósito, Greenspan mencionou em diversas ocasiões a importância da “resiliência” da economia americana, isto é, da capacidade da economia americana para se adaptar a novas circunstâncias e reagir a acontecimentos

adversos. Embalados por estas ideias da Nova Economia e da resiliência, alguns economistas e políticos, incluindo o então Ministro das Finanças do Reino Unido, Gordon Brown, referiram-se aos ciclos económicos como pertencendo ao passado. Já nos anos vinte e oitenta a mesma ilusão tinha existido.

Esta confiança na estabilidade das economias e na sua capacidade de ajustamento quando afectadas por choques adversos, que foi sendo interiorizada pelos investidores, consumidores e decisores políticos ao longo da Grande Moderação, desempenhou um papel importante na criação das condições que levaram à crise de 2007. Com efeito, esta confiança levou a que as autoridades assistissem sem reacção ao agravamento dos desequilíbrios na economia mundial, mantendo, durante o processo, o optimismo que predominou quanto à natureza benigna do seu ajustamento. Dada a sua importância, os desequilíbrios acumulados durante a Grande Moderação nos mercados financeiros serão o tema do próximo capítulo.

(Página deixada propositadamente em branco)

## CAPÍTULO 3

### EXUBERÂNCIA IRRACIONAL E OUTRAS FOLIAS

“Mas como é que podemos saber se a exuberância irracional fez aumentar indevidamente o preço dos activos, ficando estes sujeitos a inesperadas e prolongadas contracções como aconteceu no Japão na última década? (...) Enquanto banqueiros centrais não precisamos de nos preocupar com o colapso de uma bolha financeira se esta não ameaçar a economia real, a sua produção, empregos e estabilidade de preços, (...) Mas não devemos subestimar ou tornarmo-nos complacentes relativamente à complexidade das interacções entre os mercados dos activos e a economia.”

Alan Greenspan, discurso no American Enterprise Institute, Washington D.C., 5 de Dezembro de 1996.

“No entanto, o que interessa para o aumento dos preços no mercado accionista não é a realidade da revolução da internet, que é difícil avaliar, mas sim as impressões que a revolução cria no público.”

Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, 2001, pág. 21.

## **Novas tecnologias, globalização e armas de destruição em massa**

O mundo em que vivemos é radicalmente diferente do que existia em 1990. O desenrolar da mudança ao longo dos anos 90 criou uma enorme confiança na capacidade de progresso da humanidade e na economia de mercado. Gerou-se o sentimento de se viver numa Nova Era, marcada pela globalização e pelas novas tecnologias da

informação e da comunicação. Este sentimento foi especialmente forte no mundo financeiro. Os lucros deste sector cresceram enormemente (por exemplo, os lucros do Citigroup, o maior banco americano, aumentaram aproximadamente 60% entre 2000 e 2006), os seus dirigentes e respectivos bónus saltaram para a ribalta mediática, gerações de estudantes sonharam juntar-se-lhes e desvendar o mistério das novas sopas de letras (ABS, CDO, CDS, SIV, etc.) que entretanto foram surgindo. Porém, o início do século XXI mostraria uma outra face da moeda, uma face na qual figuram armas financeiras de destruição em massa, como Warren Buffet chamou aos produtos financeiros derivados em 2002.

O sentimento de se estar numa Nova Era tem sido recorrente na história dos últimos dois séculos, estando associado a mudanças tecnológicas profundas: caminho-de-ferro no século XIX, a electricidade no início do século XX, a rádio e o automóvel nos anos vinte, a televisão e as viagens ao espaço nos anos cinquenta e sessenta, são os exemplos mais referidos a propósito de Novas Eras. Um aspecto comum a estes períodos foi o desenvolvimento de

“bolhas especulativas” nos mercados financeiros, ou seja, aumentos muito rápidos no preço de um activo, normalmente acções ou habitação, embora uma das mais famosas, no século XVII, tenha estado associada a bolbos de tulipa. Estes aumentos geram expectativas de novos aumentos dos preços no futuro e atraem novos investidores que apenas procuram lucrar com esses aumentos de preços e não beneficiar da utilização dos activos ou da sua capacidade produtiva.<sup>4</sup> Este processo terá também ocorrido nos anos noventa nos EUA, com o desenvolvimento da bolha das empresas associadas à internet e às novas tecnologias, que ficou conhecida como a bolha *dotcom*.

De facto, embora já na década de oitenta se tivesse observado um forte crescimento do preço das acções, o aumento foi particularmente pronunciado na segunda metade dos anos noventa: entre Janeiro de 1995 e Março de 2000 o índice Standard and Poor's 500 (SP500) aumentou cerca

---

<sup>4</sup> Para uma definição detalhada de bolha especulativa ver, por exemplo, Charles Kindleberger (2008).



de 230%, ou seja, cresceu a uma taxa média anual de aproximadamente 26%; de 1981 a 2000 o índice cresceu mais de 1000% – ver Figura 3.1. A escalada dos índices bolsistas foi ainda mais pronunciada nas empresas *dotcom*: entre Janeiro de 1995 e Março de 2000 o índice NASDAQ (especializado nesse tipo de acções) cresceu cerca de 580% – ver Figura 3.2.

A expansão dos mercados bolsistas na segunda metade dos anos noventa não pode ser dissociada do comportamento dos fundamentos económicos: a taxa média de crescimento anual da produtividade de 3% entre 1995 e 2000, por contraste com uma taxa média anual de 1% nas duas décadas anteriores, contribuiu para que os investidores formassem expectativas muito optimistas relativamente à evolução dos lucros futuros.

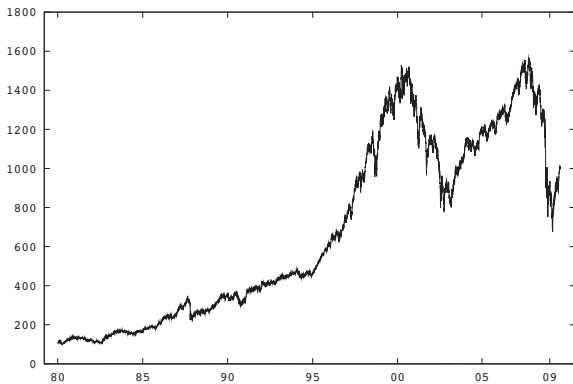


Figura 3.1: Standard and Poor's 500. Fonte: Yahoo Finance.

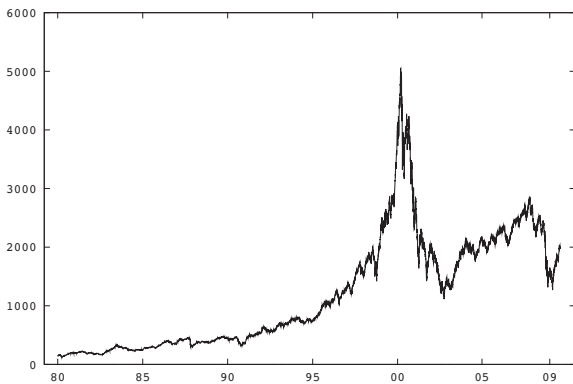


Figura 3.2: NASDAQ. Fonte: Yahoo Finance.

Em Março de 2000, Robert Shiller publicou um livro que tomou como título a expressão utilizada num discurso de Greenspan: Exuberância Irrracional. Neste livro, publicado em Março de 2000, quando os índices bolsistas atingiam o seu valor máximo e começavam a cair, aquele professor da Universidade de Yale chamou a atenção para a valorização excessiva das acções e identificou um conjunto de factores que terão estado na origem da tendência de crescimento dos seus preços no mercado norte-americano desde 1982. Para além da revolução tecnológica, Robert Shiller enumerou os seguintes factores: o sentimento de vitória política e económica dos EUA resultante do fim da URSS, da queda do Muro de Berlim e da crise asiática, em particular do Japão; a ascensão de valores materialistas na sociedade, que favorecem o sucesso económico individual; a eleição de uma maioria oriunda do Partido Republicano, favorável aos interesses dos empresários, para o Congresso dos EUA, o que resultou numa diminuição dos impostos; o investimento da poupança feita pela geração do *baby boom* em acções; o aumento do interesse dos órgãos de informação pelo noticiário

económico; o crescente optimismo das previsões dos analistas financeiros; o desenvolvimento dos planos de poupança para a reforma baseados em investimentos na bolsa; o crescimento dos fundos de investimento; a diminuição da inflação, acompanhada por uma interpretação demasiado optimista das suas consequências (“ilusão monetária”); o aparecimento de mecanismos que facilitam e aumentam a actividade no mercado bolsista; e, finalmente, a legalização dos jogos de azar, que contribuiu para uma diminuição da aversão ao risco (Shiller, 2000).

Aquando da publicação do livro de Shiller, a questão essencial era saber se o movimento ascendente dos índices bolsistas iria persistir ou se, sendo na realidade essencialmente especulativo, como dizia Shiller, haveria o risco de um *crash*. A história económica e estudos de economistas sobre os mercados financeiros em períodos recentes têm sugerido que os preços dos activos não são determinados exclusivamente pelos fundamentos económicos, isto é, haverá outros factores, para além dos lucros esperados, que determinam o valor das acções de uma empresa. Algo similar se

poderia dizer acerca do preço da habitação, ou da taxa de câmbio entre duas moedas.

A queda dos índices nos meses a seguir à publicação do livro deu razão a Shiller, pelo menos aparentemente. Contudo, a partir de finais de 2002, após o SP500 perder mais de 40% e o NASDAQ mais de 70%, as bolsas iniciaram um novo período de forte crescimento. No caso do NASDAQ, ainda continuou longe dos níveis atingidos em 2000, mas no caso do SP500, o novo pico atingido em Outubro de 2007 superou o do ano 2000. Esta recuperação deu novo alento a quem defendia que os fundamentos económicos, e não uma bolha especulativa, justificavam a subida acentuada dos índices, o que ilustra a dificuldade em identificar a existência de bolhas.

Mesmo entre os analistas dos mercados financeiros houve divergências. Contra a corrente dominante, vários investidores reputados lançaram avisos a respeito da sobrevalorização das acções no final dos anos noventa. Alguns, como Warren Buffet, líder da Berkshire Hathaway, resistiram até ao fim à tentação de ceder à euforia reinante, aguentando as críticas que então lhes foram diri-

gidas, para serem, após o *crash*, endeusados pelos mercados financeiros e pela comunicação social. Outros, como George Soros, líder do Quantum Fund, pese embora as reticências iniciais, não resistiram ao chamamento das sereias, acabando por sair chamuscados. Há ainda casos como o de Julian Robertson, do Tiger Fund, que, não acreditando nos fundamentos económicos da euforia, foi penalizado pelos seus próprios clientes, que desviaram os seus investimentos para os que estavam dispostos a entrar na bolha tecnológica, o que acabaria por forçar o fecho do fundo pouco antes de o *crash* dar, *a posteriori*, razão aos gestores desse fundo. Estes acontecimentos ilustram os constrangimentos que envolvem as decisões dos gestores de fundos.

### O fim da folia: crises financeiras e crises económicas

A dimensão do *crash* com que terminou a bolha *dotcom*, em Março de 2000, fez temer o surgimento de uma crise financeira e económica nos EUA com alguma dimensão. Contudo, o que se seguiu foi,

como vimos no capítulo anterior, uma pequena recessão em 2001, o que reforçou a ideia de que a economia norte-americana se havia tornado “resiliente”. Efectivamente, o fim da bolha *dotcom* foi apenas o caso mais notável de turbulência nos mercados financeiros entre os muitos que perturbaram o funcionamento da economia mundial durante a Grande Moderação. Entre as crises financeiras registadas neste período salientam-se: a *crash* da bolsa de Wall Street em 1987; a falência das instituições de crédito hipotecário *Savings and Loans* nos EUA em 1989-91; a queda abrupta dos índices bolsistas e dos preços da habitação no Japão em 1990; a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992-93; a crise da dívida do México de 1994-95; a crise cambial asiática de 1997-98; a crise da dívida da Rússia e a falência do mega-fundo Long Term Capital Management em 1998; a crise bolsista das *dotcom* em 2000-01; e a crise na Argentina em 2001-02.

Em todos estes casos, a economia dos EUA, e a generalidade das economias dos países mais avançados, reagiu bem às dificuldades e rapidamente retomou a via do crescimento. O facto de as crises financeiras acima descritas, apesar da

sua dimensão e repercussão internacional, não terem gerado crises económicas graves contribuiu sem dúvida para que a confiança na resiliência da economia americana, e da economia de mercado em geral, se fosse reforçando. Para mais, o período que se seguiu foi marcado ainda pelos ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001, pelas invasões do Afeganistão, em 2002, e do Iraque, em 2003, por um aumento do terrorismo internacional e pelas restrições que foram sendo impostas em nome da segurança. A tudo isto a economia mundial resistiu.

Face a este desempenho da economia quando confrontada com crises, não é de estranhar que a crença na resiliência da economia se tenha difundido. Mas um facto que intriga os estudantes deste tema é que a frequência das crises financeiras duplicou no último quartel do século XX relativamente ao período em que vigorou o sistema de Bretton Woods, sendo os valores registados muito semelhantes aos verificados durante as décadas de vinte e trinta (Reinhart e Rogoff, 2008). Embora não exista ainda um consenso sobre este assunto, há elementos que apontam no sentido de o au-



mento das transacções internacionais de capitais (facilitado pelo fim do sistema de Bretton Woods) e a aceleração da globalização financeira que se seguiu, bem como o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros que ficaram fora da órbita dos sistemas de regulação, terem contribuído para uma maior instabilidade dos mercados financeiros. Aliás, a sugestão de introduzir uma taxa sobre os movimentos internacionais de capitais (a designada “taxa Tobin”) ganhou novo fôlego neste contexto.

De 1973 a 1987 registou-se um grande aumento da incidência de crises cambiais. Desde o final dos anos oitenta houve um aumento em cerca de 50% da frequência de crises no sistema bancário. Aliás, um aspecto distintivo das crises financeiras das últimas décadas é a ocorrência simultânea de crises cambiais e dos sistemas bancários, como sucedeu na Ásia, no Brasil, na Argentina e, já no contexto da crise iniciada em 2007, na Islândia. Estas crises, conhecidas como crises gémeas, são aquelas que historicamente têm gerado maiores danos para o funcionamento das economias, quer em termos de quebra da actividade económica, quer em termos de duração. Todavia, a hetero-

geneidade das crises financeiras torna impossível detectar padrões e tendências de longo prazo relativamente à frequência, duração e gravidade das crises financeiras, e às suas implicações para o resto da economia. Os EUA e os países da área do euro, escudados em moedas de referência internacional, estão mais protegidos deste tipo de crises gémeas, mas, evidentemente, não estão livres de outras crises financeiras, como a de 2007.

A crise económica iniciada em 2007, um caso de coincidência com uma grave crise financeira, tem sido por vezes comparada com a Grande Depressão dos anos trinta e com a longa recessão da economia japonesa nos anos noventa, que são dois dos exemplos mais usados para ilustrar a possível relação causal entre os ciclos de expansão e contracção nos mercados financeiros e os ciclos económicos. Para se poder compreender melhor a ligação entre as crises financeiras e as crises económicas – note-se que nem sempre a uma crise financeira corresponde uma crise económica – é importante identificar as vias pelas quais a turbulência nos mercados financeiros pode afectar a actividade económica.

Uma das vias pelas quais a variação nos preços dos activos, nomeadamente das acções ou da habitação, pode influenciar a actividade económica é pelo seu efeito sobre a riqueza dos consumidores. No início do século XXI, mais de 50% das famílias americanas tinham aplicado as suas poupanças na compra de acções de empresas, sendo aquela percentagem ainda mais elevada na Austrália. Mesmo na Alemanha, mais de 20% das famílias possuíam acções de empresas. Se as decisões de consumo das famílias dependerem da sua riqueza, variações nos preços das acções poderão afectar o consumo. Este efeito sobre o consumo, em economias como aquelas, poderá assumir uma dimensão maior, se for acompanhado por um aumento da incerteza ou por uma menor confiança dos agentes na evolução da economia, em resultado da queda abrupta do preço dos activos.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> De acordo com a historiadora económica e actual presidente do Conselho de Assesores Económicos do Presidente dos EUA, Christina Romer, a principal causa da queda abrupta no consumo no seguimento do *crash* bolsista de 1929 foi a própria queda abrupta dos preços nos mercados bolsistas, pela incerteza que criou entre os consumidores relativamente ao futuro.

A queda brusca do preço das acções e da habitação poderá ainda afectar a capacidade de endividamento das empresas e das famílias. Os mercados de crédito caracterizam-se pela existência de informação imperfeita e assimétrica. A diminuição do valor dos activos na sequência de uma crise financeira representa uma diminuição do valor das garantias bancárias que a empresa, ou a família (no caso de um empréstimo à habitação), pode apresentar, o que implica maiores dificuldades no acesso ao crédito e um aumento dos custos de endividamento. Foi esta segunda via que esteve no centro da crise de 2007, embora a primeira também tenha desempenhado um papel importante: não nos esqueçamos que a indústria automóvel (um bem durável de valor significativo, cuja compra estará mais dependente da riqueza dos consumidores e das suas expectativas quanto à evolução da situação económica) foi uma das principais vítimas da crise.

O sentimento de incerteza quanto à evolução da actividade económica e à possibilidade do agravamento da crise poderá, como se verificou ao longo de 2009, trazer consigo uma tendência para

a deflação, isto é, a redução do nível de preços. A importância da deflação, na sequência de uma crise originada por um excesso de endividamento, foi salientada nos anos trinta pelo influente economista americano Irving Fisher (1867-1947), quando este analisou os mecanismos que conduziram à Grande Depressão. A deflação produz um incentivo para que os consumidores adiem as suas compras, reduzindo a procura, mas Fisher destacou o efeito sobre o valor das dívidas acumuladas. Por exemplo, uma empresa que deverá reembolsar uma dívida dentro de um ano, para além do juro, terá que gerar rendimentos suficientes para fazer esse pagamento. Numa situação de deflação, com o preço do produto que vende a diminuir, será mais difícil obter esses rendimentos: teria que conseguir vender mais que o previsto, o que será pouco provável no contexto duma recessão. A falência da empresa, o aumento do desemprego, uma nova redução da procura de bens, a falência de outras empresas, a falência dos bancos que emprestaram às empresas agora falidas e aos trabalhadores agora desempregados, a falência dos bancos e dos investidores que emprestaram aos bancos agora

falidos, seriam alguns dos passos seguintes em direcção à depressão. Com alguma adaptação, de modo a realçar o papel do mercado da habitação e das teias que este teceu em conjunto com o sistema financeiro, estes passos, e a ameaça da deflação, trazem à memória o desenrolar da crise iniciada em 2007.

Esta crise teve a sua origem no mercado da habitação, cujos preços mantiveram uma tendência crescente nos anos anteriores à crise, indiferentes aos altos e baixos dos índices bolsistas, até começarem a cair em 2006. Os economistas desconfiavam há muito da existência duma bolha no mercado da habitação. Um dos factores que levaram a que a política monetária nada fizesse quanto a essa possibilidade foi a facilidade com que as economias americana e mundial ultrapassaram as crises anteriores. Isto contribuiu para o fortalecimento da crença na resiliência da economia americana: se o pior viesse a acontecer, a flexibilidade dos mercados de trabalho e do produto favoreceriam a ocorrência de um ajustamento “benigno”. A compreensão do papel do mercado da habitação na crise será o objectivo do próximo capítulo.

## CAPÍTULO 4

### CRÉDITO HIPOTECÁRIO: INOVADORES E PREDADORES

“Ao longo dos últimos anos, muita atenção tem sido dedicada ao crescente número de alternativas disponíveis no crédito hipotecário. (...) Estes produtos podem causar alguma preocupação, tanto porque expõem os devedores a maior risco (...) como porque são vistos como instrumentos que permitem que devedores com poucas qualificações e altamente endividados comprem habitações a preços inflacionados. (...) É encorajador saber que, apesar do rápido crescimento do crédito à habitação, apenas uma pequena fracção das famílias apresenta rácios dívida

/valor da habitação superiores a 90%. Assim, a larga maioria dos proprietários tem uma almofada considerável, que lhes permitirá absorver um potencial decréscimo dos preços da habitação.”

Alan Greenspan, discurso na Convenção Anual da American Bankers Association, 26 de Setembro de 2005.

“A evolução do crédito e do endividamento foi tão importante como qualquer outra inovação tecnológica para o aparecimento das civilizações, da antiga Babilónia à Hong Kong dos nossos dias. Os bancos e o mercado de obrigações forneceram a base material do esplendor do Renascimento italiano. As finanças empresariais constituíram um fundamento indispensável dos impérios holandês e britânico, tal como o triunfo dos EUA no século XX é indissociável dos avanços registados nos seguros e no crédito hipotecário e ao consumo.”

Niall Ferguson, *The Ascent of Money*, 2008, pág. 3.



## Bancos ocultos e inovação financeira

No sector financeiro, as últimas décadas testemunharam o grande desenvolvimento da chamada “titularização” (*securitization*). O criador desta inovação financeira, Lewis Ranieri, foi colocado numa edição de 2004 da revista *Business Week* entre os grandes inventores desde os anos trinta, ao lado de outras grandes figuras do nosso tempo, como Bill Gates e Steve Jobs. Calcula-se que a invenção de Ranieri cortou 2 pontos percentuais nas taxas de juro para empréstimos hipotecários. Apesar das suas virtudes, esta inovação ficaria indissociavelmente ligada à origem da crise financeira.

A titularização consiste na criação de títulos negociáveis, conhecidos por *asset-backed securities* (ABS), representativos de direitos sobre os fluxos gerados por um conjunto (*pool*) de activos, por vezes com características pouco convencionais. A titularização produz um efeito muito importante: reduz o nível de risco. De facto, juntar dois activos com o mesmo grau de risco, mas com comportamentos diferentes, dá origem a um activo com um nível de risco menor. Isto permite vender os novos

títulos a agentes com maior aversão ao risco, e, sendo o risco menor, fazê-lo oferecendo um rendimento mais baixo, podendo o banco embolsar a diferença. Um dos exemplos mais conhecidos deste tipo de títulos é uma obrigação emitida em 1997 e baseada nas receitas dos direitos de autor do cantor David Bowie: quem comprasse esse título receberia pagamentos dependentes dos direitos de autor que um conjunto de álbuns do cantor viesse a gerar.

Um caso particular destes instrumentos ABS, com especial importância no desenrolar da crise iniciada em 2007, são as *mortgage-backed securities* (MBS): títulos cujos rendimentos dependem das receitas geradas por um conjunto de créditos à habitação. Neste caso, o banco cria um *special purpose vehicle* (SPV),<sup>6</sup> entidade à qual vende um conjunto de créditos à habitação que concedeu. Para financiar essa compra, o SPV titulariza os créditos à habitação: emite títulos cujo rendimento

---

<sup>6</sup> Ou *special purpose entity* (SPE), ou *structured investment vehicle* (SIV).

dependerá dos pagamentos que as pessoas que pediram os créditos à habitação fizerem. Para o banco, uma vantagem de criar o SPV e transferir para este os créditos é que estes créditos deixam de estar no balanço do banco e, assim, já não contam para o cálculo dos rácios mínimos de capital de que falaremos no capítulo 7; pelo contrário, a receita da venda ao SPV permitirá financiar novos créditos. Esta transferência de activos para SPVs criou aquilo que tem sido designado por *shadow banking* (que traduzimos por “actividade bancária oculta”): parte da actividade bancária passou para entidades que formalmente não são bancos e por isso não estão sujeitas à regulação e supervisão bancárias. Como veremos no capítulo 7, no qual discutiremos com detalhe a regulação e supervisão bancárias e o seu papel na crise financeira, o facto de esta actividade bancária estar na sombra dificultou o seu controlo e a avaliação correcta da dimensão da crise financeira.

A utilização dos SPVs permitia tirar do balanço uma parte do crédito concedido e libertar recursos para uma expansão da actividade bancária, aumentando a alavancagem, ou seja, o recurso a

capital alheio. Contudo, a inovação financeira não ficou por aqui. Ainda seria possível aumentar os lucros dos bancos recorrendo a um outro instrumento de “financiamento estruturado” (*structured finance*): a criação de tranches (traduzível por fatias) das obrigações, que é uma forma de melhorar a qualidade do título (*credit enhancement*), nomeadamente, melhorar a classificação que as agências de *rating*<sup>7</sup> atribuem a esse título. Se criar tranches, em vez de vender uma única espécie de títulos, o SPV venderá títulos com diferentes níveis de risco, ou seja, diferentes graus de exposição ao risco de incumprimento por parte de quem recebeu os créditos à habitação.

De forma geral, há três tranches: sénior, *mezzanine* e júnior. Quem comprar a tranche júnior suportará as perdas decorrentes dos primeiros incumprimentos. Quem comprar a tranche *mezza-*

---

<sup>7</sup> A actividade de *rating* do risco do crédito é uma técnica que permite criar uma escala com o risco de incumprimento de um crédito, medida como uma probabilidade de incumprimento do pagamento de uma dívida num determinado momento do tempo. Voltaremos a este tema no capítulo 7.

*nine* suportará a fracção seguinte dessas perdas, após o esgotamento da tranche júnior. Quem comprar a tranche sénior suportará apenas a última fracção das perdas, após o esgotamento das tranches anteriores. Dado que a tranche júnior está mais exposta ao risco, a taxa de juro associada será maior. Ao contrário, a taxa de juro associada à tranche sénior será menor.<sup>8</sup> Em termos de *rating*, a tranche sénior terá um *rating* superior ao da tranche *mezzanine*, e esta terá um *rating* superior ao da tranche júnior.

Um dos objectivos deste fatiar dos títulos era a criação de tranches sénior que obtivessem um *rating* suficientemente elevado de forma a poderem ser adquiridas por fundos de pensões e outras entidades obrigadas por lei a investir apenas em títulos com *rating* elevado. Atingir este objectivo produzia dois benefícios muito importantes para os bancos: por um lado, possibilitava a venda dos títulos aos tais fundos de pensões e a outros

---

<sup>8</sup> No caso de os rendimentos serem fixos, estes títulos constituem também um exemplo de *collateralized debt obligation* (CDO).

investidores com perfil semelhante (como alguns fundos de investimento privados, *hedge funds*); por outro lado, reduzia a taxa de juro que era necessário oferecer aos compradores (normalmente, a tranche júnior não era vendida). Note-se que os títulos vendidos pelo SPV são de curto prazo (essencialmente “papel comercial”, mais concretamente, *asset-backed commercial paper*, ABCP), o que também reduz o risco e o rendimento de quem os adquire, mas cria um risco de liquidez para o SPV, como veremos no capítulo 7. Não é de estranhar, portanto, que tenha sido neste segmento do mercado financeiro, de curto prazo, que a crise financeira de 2007 mais se reflectiu.

Estas operações permitiram o crescimento do crédito para lá do que era possível até então. Encontrada assim, por via da inovação financeira, uma fuga, muito lucrativa, às limitações impostas pela regulação e supervisão bancárias, muitos bancos norte-americanos lançaram-se numa corrida à concessão de crédito, nomeadamente à habitação. A explosão na concessão de crédito foi facilitada pelo contexto da Grande Moderação: taxas de juro baixas, na sequência do rebenfamento da bolha

*dotcom*, dos ataques terroristas de 11 de Setembro e da ligeira recessão no início do século XXI; taxas de inflação baixas; taxas de crescimento razoavelmente elevadas e estáveis; e desemprego baixo. Nestas circunstâncias, o esforço exigido aos devedores e o risco de incumprimento eram menores.

A intervenção estatal terá tido também um papel no crescimento do crédito à habitação. O recurso ao crédito para a aquisição de habitação nos EUA tem sido incentivado por várias medidas governamentais, como os benefícios fiscais associados ao pagamento dos juros, a actuação das empresas patrocinadas pelo governo (conhecidas como Fannie Mae e Freddie Mac), e programas com o objectivo de facilitar o acesso ao crédito por parte de sectores desfavorecidos da população (por exemplo, o Community Reinvestment Act). A própria actividade bancária, nas autorizações para abertura de balcões, depende, desde os tempos de Carter, de percentagens de crédito concedido em zonas socialmente desfavorecidas. Angelo Mozilo, CEO da Countrywide Financial Corporation, foi um dos mais destacados promotores dos empréstimos à habitação a minorias com baixos rendimentos.

A Countrywide foi uma das principais vítimas das crise financeira de 2007, acabando por ser comprada pelo Bank of America. Mozilo foi considerado um dos responsáveis pela crise financeira, tendo sido acusado de fraude e *inside-trading*.

O objectivo de aumentar o número de famílias donas das suas casas, especialmente entre as minorias e os mais desfavorecidos, era visto como promotor do bem-estar social. E, com efeito, no início do século XXI, a percentagem de casas propriedade dos nelas residentes aumentou, ultrapassando os 70% em muitos estados norte-americanos.

A inovação financeira deu mais um contributo, através dos empréstimos ARM (*adjustable-rate mortgage*) híbridos. Nos empréstimos ARM, a taxa de juro é actualizada periodicamente, de acordo com a evolução de uma taxa de juro de referência, à qual se soma uma margem. Nos empréstimos ARM híbridos, há um período inicial em que a taxa é fixa (e especialmente baixa, para atrair clientes – a *teaser rate*). Tornaram-se famosos os ARM 2/28, em que a taxa de juro é fixa nos dois primeiros anos e indexada nos restantes 28 anos



do empréstimo, e os ARM 3/27, em que o período inicial dura 3 anos e o seguinte dura 27. Os bancos utilizaram estes empréstimos para atrair os clientes oferecendo um empréstimo com uma taxa de juro baixa durante os primeiros 2 ou 3 anos. Como veremos no capítulo seguinte, dado o funcionamento destes empréstimos, a subida das taxas de juro a partir de 2004 funcionou como uma bomba-relógio, com detonação marcada para 2006.

Mas a principal causa (e simultaneamente consequência) do crescimento do crédito à habitação terá sido a forte subida dos preços da habitação nos EUA e noutros países, como a Espanha, a Irlanda e o Reino Unido (ver Figura 4.1). De 1995 até 2007, o índice subiu 140% nos EUA, 200% em Espanha, 260% no Reino Unido e 310% na Irlanda. Em último caso, a subida do preço da habitação permitia a quem pediu emprestado e não conseguia cumprir o plano de pagamentos vender a habitação a um preço superior àquele a que tinha comprado, pagar ao banco e ainda lucrar. Se optasse por entregar a habitação ao banco, o banco receberia um activo valorizado e com a perspectiva de se valorizar ainda mais.

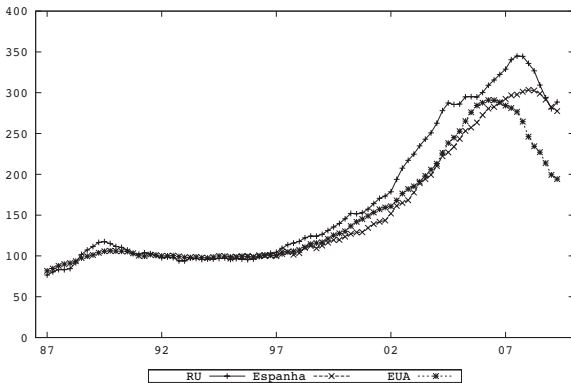


Figura 4.1: Índice de preços da habitação. Fonte: Nationwide, Ministério de Vivienda e Case-Shiller.

Num contexto como este, parecia que o banco não poderia perder, mesmo que concedesse crédito a clientes aos quais não emprestaria em circunstâncias normais, por não confiar na sua capacidade para cumprir os termos do empréstimo. E, efectivamente, assistiu-se a um relaxar dos requisitos para a atribuição de crédito e ao aumento do crédito concedido ao segmento conhecido por *subprime*. No segmento *subprime* encontramos os empréstimos concedidos a indivíduos que não apresentam as características exigidas pelas agên-

cias patrocinadas pelo governo norte-americano para financiarem esses empréstimos (segmento *prime*). Tem sido hábito distinguir uma terceira categoria, situada entre o segmento *subprime* e o segmento *prime* e designada por *Alt-A*, com características intermédias. De 7,2% e 2,5% do total dos empréstimos concedidos em 2001, respectivamente, as categorias *subprime* e *Alt-A* passaram para 20,1% e 13,4% em 2006.

Particularmente simbólicos são os empréstimos “ninja”: *No Income, No Job and No Assets*, ou seja, concedidos a pessoas sem declaração de rendimentos, de emprego ou de bens. Em face da possibilidade, oferecida pela titularização e pelas condições no mercado da habitação, de vender a terceiros estes créditos, envolvidos num pacote com *rating* superior ao dos empréstimos individuais, a qualidade dos créditos concedidos deixou de ser prioritária para os bancos: o importante passou a ser originar créditos para os poder titularizar e distribuir por outros investidores – passou-se assim ao modelo bancário “originar e distribuir” (*originate and distribute*). A pressão para encontrar clientes do crédito bancário deu origem à acusação de

“crédito predatório” (*predatory lending*): os bancos estariam a emprestar a quem ficaria melhor servido sem o crédito, pessoas que aceitariam o crédito apenas em resultado da pressão do banco e da sua própria falta de “literacia financeira”. O número de agentes que angariavam estes créditos para os passarem aos bancos, ganhando à comissão, aumentou significativamente.

Quando, em 9 de Agosto de 2007, na sequência de notícias negativas relativas à situação de incumprimento no mercado *subprime* (que se vinham sucedendo desde 2005), o BNP Paribas anunciou o fecho de três fundos de investimento expostos ao *subprime*, o mercado monetário entrou pânico. As autoridades monetárias intervieram imediata e fortemente, mas o sinal estava dado para o início da crise financeira.

### Líquidos inflamáveis

O abalo que se sentiu nos mercados financeiros deveu muito à desconfiança que se instalou entre os agentes no mercado. A inovação finan-

ceira acabou por tornar opacos os instrumentos em que os investidores estavam a investir: o investidor final comprava títulos suportados por empréstimos concedidos por outrem a pessoas totalmente desconhecidas do investidor. Convém referir a este propósito que a inovação financeira não se ficou pelas MBS (ou CDO): juntando tranches semelhantes de diferentes MBS, criaram-se os “CDO-squared” (“CDO ao quadrado”) e posteriormente os “CDO ao cubo”, etc. Cada camada de titularização adicionou maior complexidade aos, e aumentou a opacidade dos, produtos financeiros assim criados. Em princípio, estas operações, como dissemos atrás, deveriam também reduzir o risco dos títulos, permitindo obter a partir de CDOs de *rating* inferior um CDO-squared de *rating* superior. *A posteriori*, parece que esta capacidade de redução do risco pela titularização foi sobre-estimada pelas agências de *rating* que avaliaram os títulos, como discutiremos no capítulo 7.

Mesmo a utilização de outra inovação financeira, o *credit default swap* (CDS), acabou por ter o efeito contrário ao pretendido. O comprador do CDS compra, essencialmente, uma espécie

de seguro contra um incumprimento: em troca do pagamento de um prémio periódico, obtém o direito a receber um pagamento no caso de haver um incumprimento. Diferentemente do que acontece no caso dos seguros tradicionais, este incumprimento pode ou não afectar directamente o comprador do CDS. Se não afectar, o comprador do CDS estará apenas a apostar na concretização desse incumprimento. Se afectar, o CDS serve como seguro e, associado a um título de dívida, pode ser usado para melhorar o *rating* desse título. Assim, em teoria, o CDS deverá contribuir para dispersar o risco. Mas não nos iludamos, não o elimina da economia.

A seguradora norte-americana AIG (American International Group) é talvez o vendedor mais conhecido de CDSs. Em Setembro de 2008, a dimensão dos pagamentos potenciais a que a sua venda de CDSs a expunha, em resultado da crise do *subprime* entretanto desencadeada, obrigava a AIG a aumentar as garantias prestadas aos compradores desses CDSs. A falta de liquidez da AIG levou a Reserva Federal a intervir para evitar o incumprimento da AIG e evitar também o colapso

do sector financeiro, face ao risco sistémico que o incumprimento por parte da AIG representava – o risco, afinal, não estava suficientemente disperso. Outras seguradoras mais pequenas, especializadas neste tipo de seguro (as chamadas *monolines*), não tiveram o mesmo apoio e acabaram por falir. O risco de incumprimento por parte das seguradoras dos CDOs obrigou as agências de *rating* a rever em baixa a classificação dada aos CDOs, o que contribuiu para agravar os problemas de liquidez e conduzir a intervenções dos poderes públicos. O comportamento dos decisores de política económica suscitou grande polémica, não só durante a crise, mas também no período que a antecedeu. No próximo capítulo examinaremos o comportamento dos bancos centrais.

(Página deixada propositadamente em branco)



## CAPÍTULO 5

### ESPECULAÇÃO E COMPLACÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS

“Depois de pensar muito sobre esta questão [bolhas especulativas no mercado accionista], decidi que o melhor que a Reserva Federal poderia fazer era focar-se no seu objectivo da estabilização dos preços dos bens e serviços. No caso de uma quebra significativa do mercado, concordámos que a nossa política seria reagir agressivamente, baixando as taxas de juro e inundando o sistema com liquidez para limitar o efeito sobre a actividade económica. Mas a ideia de abordar o mercado directamente

e preventivamente parecia fora do nosso alcance.”

Alan Greenspan, *The Age of Turbulence*, 2007, pág. 201.

“A tarefa da Reserva Federal é retirar a jarra da sangria no momento em que a festa começa a ficar animada.”

Frase atribuída ao antigo Governador da Reserva Federal, William McChesney Martin.

## **Crises financeiras e bancos centrais**

A Grande Depressão dos anos trinta e a estagnação da economia japonesa – iniciada em 1990 e ainda sem final anunciado – são os dois exemplos mais notáveis de crises financeiras que foram antecedidas por períodos de grande euforia nos mercados financeiros e por extraordinários aumentos do endividamento. Ambas terminaram em longas e profundas recessões, mas, nos períodos que as antecederam – os loucos anos vinte nos EUA e os

anos oitenta do ressurgimento da potência do Sol Nascente – as economias americana e japonesa apresentaram taxas de crescimento muito elevadas e viveram um sentimento de euforia generalizado: o sentimento de se estar numa Nova Era. Este sentimento reflectia uma grande confiança (que posteriormente se revelou excessiva) em relação ao futuro e às potencialidades das economias. Em ambos os casos, os bancos centrais assistiram passivamente aos desenvolvimentos nos mercados financeiros e da habitação, ou porque partilharam aquele sentimento, ou porque não quiseram ser responsabilizados pela morte prematura da prosperidade.

Uma crítica similar tem sido feita ao comportamento do banco central dos EUA durante a década de noventa e nos primeiros anos do século XXI, acusado de complacência em relação ao desenvolvimento da bolha *dotcom* e da bolha no mercado da habitação. A questão que se coloca neste contexto é se os bancos centrais, e em particular a Reserva Federal dos EUA, poderiam ter tomado medidas para moderar a euforia reinante nos mercados financeiros e da habitação naqueles dois períodos e, dessa forma, limitar os danos na

economia resultantes do fim abrupto das bolhas. A este propósito, é importante recordar que os bancos centrais são, no essencial, uma novidade do século XX e foram criados precisamente com o objectivo de evitar as crises bancárias. A Reserva Federal dos EUA (também conhecida por FED), por exemplo, foi criada na sequência da grave crise financeira de 1907. Porém, desde a sua origem, os bancos centrais têm estado, ou têm sido acusados de estar, envolvidos nas mais graves crises financeiras do século XX, talvez por entretanto se terem desviado do seu objectivo inicial.

### **Exuberância irracional e a obsessão da inflação**

Até à crise financeira de 2007, a maioria dos cidadãos dos países mais desenvolvidos via os bancos centrais como responsáveis, fundamentalmente, pelo controlo da taxa de inflação e pela fixação das taxas de juro. Era esta, de resto, a imagem que os bancos centrais passavam de si próprios. Com efeito, desde a década de oitenta, as decisões relativas às taxas de juro de referência,

amplamente publicitadas pelos media, são quase sempre justificadas pelos bancos centrais com base nas pressões inflacionistas.

Este procedimento dos bancos centrais da generalidade dos países desenvolvidos e também, desde a década de noventa, dos bancos centrais de muitos países emergentes, reflecte o consenso formado a partir de meados dos anos oitenta em torno do objectivo da estabilidade dos preços, entendido como inflação baixa. De acordo com a visão consensual, este seria, dados os meios à disposição da política monetária, o único objectivo com o qual esta se poderia comprometer de forma credível e, além disso, seria também o melhor contributo que poderia dar para o crescimento económico no longo prazo. Como vimos no segundo capítulo deste livro, dedicado ao período que antecedeu a crise financeira de 2007, esta estratégia conduziu a excelentes resultados, que foram elogiados pela generalidade dos analistas. Nos EUA, Greenspan recebeu o cognome de “O Maestro”.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> O epíteto teve origem no livro de Bob Woodward (2000).

Este sucesso foi obtido num período marcado pelo extraordinário desenvolvimento dos mercados financeiros. Para o aumento da importância do sector financeiro contribuíram a globalização e a desregulamentação dos mercados financeiros, que tornaram as economias dos países industrializados e emergentes mais interdependentes, aumentando assim a incerteza nos mercados financeiros e os receios de contágio (voltaremos a estas questões nos capítulos 8 e 9). Estas preocupações tornaram-se mais prementes com a crise cambial do leste asiático, em 1997-1998, e com a crise da dívida russa em 1998, ambas associadas a crises económicas.

A associação entre crises financeiras e crises económicas e a fortíssima subida dos índices bolsistas nos EUA, durante a década de noventa, e dos preços da habitação, nos primeiros anos do século XXI, criaram receios de uma repetição da crise da economia japonesa. Estes desenvolvimentos atraíram a atenção dos bancos centrais para as possíveis consequências de turbulência nos mercados financeiros e para as medidas preventivas que os bancos centrais poderiam tomar.

A partir de meados dos anos noventa, as referências à instabilidade nos mercados financeiros e às suas implicações para a política monetária são recorrentes nos discursos dos responsáveis pelos bancos centrais.

A discussão em torno da política monetária mais adequada neste contexto centrou-se no efeito das taxas de juro fixadas pelos bancos centrais sobre os preços dos activos financeiros. A este respeito ficou famoso o seguinte episódio, que ilustra as dificuldades enfrentadas pela política monetária quando tenta influenciar o curso dos mercados financeiros. Na intervenção, de Dezembro de 1996, citada na entrada do capítulo 3, Greenspan interrogou-se sobre as condições em que os bancos centrais se deveriam preocupar com a “exuberância irracional” nos mercados financeiros. O mercado leu nas palavras de Greenspan um aumento das taxas de juro e os índices bolsistas de todo o mundo caíram cerca de 4%. Este episódio pareceu corroborar a tese da imprevisibilidade dos mercados financeiros: há o risco de as intervenções dos bancos centrais nos mercados financeiros resultarem em pânico.

Aquele discurso e o seu efeito nos mercados financeiros parecem ter tido consequências para a forma como a Reserva Federal e, em particular, Greenspan se posicionaram face aos desenvolvimentos nos mercados financeiros, não se registando desde essa altura actos ou palavras que visassem conter a euforia nesses mercados. Esta opção é confirmada na frase final do trecho das memórias de Greenspan que abre este capítulo. Os bancos centrais continuaram, assim, concentrados na estabilidade dos preços, manipulando a taxa de juro essencialmente em função deste objectivo.

Liquidez, bolha, *crash*, liquidez, bolha...

A aparente facilidade com que a economia americana superou o *crash* da bolha *dotcom* em 2001 surpreendeu a generalidade dos analistas económicos e decisores de política económica, dada a amplitude da queda dos preços das acções – cerca de 70% do índice NASDAQ no espaço de um ano. A Greenspan foi pela terceira vez atribuído o papel principal no salvamento da eco-



nomia americana. A primeira foi por ter evitado uma crise financeira, poucos meses depois de ter sido nomeado presidente da Reserva Federal, quando a bolsa americana caiu 22.5% no dia 19 de Outubro de 1987, a maior queda de sempre do Dow Jones num só dia. A segunda foi na crise das instituições financeiras *Saving and Loans*, iniciada em 1989 e que terá sido até essa altura a mais grave desde a Grande Depressão, tendo motivado a falência de centenas de bancos de pequena e média dimensão.

Em todas aquelas ocasiões (e também na sequência dos ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001), a prioridade da Reserva Federal foi assegurar liquidez ilimitada ao mercado, de forma a garantir que todas as instituições financeiras continuavam a cumprir as suas obrigações, mantendo assim os mercados financeiros em funcionamento. Como vimos também nesta crise financeira, este é o grande desafio das autoridades monetárias sempre que ocorre um episódio de grande turbulência nos mercados financeiros, dados os prejuízos que a falta de liquidez pode trazer à actividade económica. É uma lição que

os decisores de política económica aprenderam com a Grande Depressão e também com a crise japonesa da década de noventa. No seguimento do fim da bolha *dotcom*, a Reserva Federal reduziu a sua taxa de juro de referência de 6,5% para 1%, tendo permanecido abaixo de 2,5% entre Novembro de 2001 e Fevereiro de 2005. Esta foi também a estratégia na crise iniciada em 2007: entre Agosto de 2007 e Março de 2008, a Reserva Federal reduziu a sua taxa de referência em 300 pontos base, de 5.25% para 2.25%.

A opção de proceder a cortes rápidos nas taxas de juro e garantir liquidez aos mercados na sequência de uma queda abrupta dos preços dos activos parece estar em contradição com a decisão, discutida acima, de não intervir quando os mercados estão numa trajectória ascendente. Esta opção por uma reacção assimétrica aos movimentos nos mercados financeiros, embora justificável do ponto de vista teórico e da experiência histórica, não está isenta de críticas. De facto, muitos economistas têm defendido que este tipo de políticas favorece a tomada de posições de maior risco pelos investidores. Por consequência, esta actuação dos

bancos centrais contribuirá para o desenvolvimento de bolhas especulativas, dado que os investidores saberão que, se as coisas correrem mal, os bancos centrais farão tudo ao seu alcance para que os mercados recuperem rapidamente – temos aqui um exemplo daquilo a que os economistas chamam “risco moral”.<sup>10</sup>

Como vimos, a actuação típica dos bancos centrais num contexto de crise financeira levará à descida acentuada, possivelmente por um período longo, da taxa de juro. Ora, taxas de juro baixas significam custos menores para os devedores, incentivando a despesa e a actividade económica, mas também significam rendimentos menores para os credores. Os credores procurarão aplicações alternativas, com rendimentos mais elevados, para os seus fundos. O seu desejo de aumentar o rendimento do seu aforro torna-os receptivos a investimentos mais arriscados – especialmente se sentirem a tal protecção dos bancos centrais – e a

---

<sup>10</sup> Um dos artigos mais citados a este propósito é o de Miller *et al.* (2002).

contribuir para a valorização desses investimentos. O desenvolvimento duma bolha, na qual o retorno do investimento se desliga dos dividendos (ou do usufruto) do activo adquirido e passa a depender apenas da sua valorização, será o passo seguinte.

Segundo esta perspectiva, a política monetária expansionista implementada com o objectivo de reduzir os danos na actividade económica do fim duma bolha especulativa conterà em si mesma a semente da próxima bolha especulativa. John Taylor, professor da Universidade de Stanford e ex-conselheiro do Presidente George W. Bush, é o mais distinto defensor desta visão: terão sido as baixas taxas de juro no período que se seguiu ao *crash* da bolha *dotcom* e ao 11 de Setembro que terão alimentado a bolha do mercado da habitação que esteve na origem da crise financeira (Taylor, 2009). Esta perspectiva foi também defendida pela revista *The Economist*, e já havia sido sugerida a respeito da crise de 1929 (e contrariada por John Kenneth Galbraith no seu livro sobre o tema).

## Bolha no mercado da habitação e excesso de liquidez

O aumento em cerca de 80% dos preços da habitação nos EUA, entre 2000 e 2006, e a expansão do mercado *subprime* coincidiram com taxas de juro reais historicamente baixas, sendo mesmo negativas durante grande parte daquele período.<sup>11</sup> Para quem, como John Taylor, acredita na perspectiva apresentada acima, esta coincidência demonstra a responsabilidade que os banqueiros centrais, especialmente Greenspan, têm no surgimento da crise financeira – veja-se, a este propósito, Castro *et al.* (2008).

Embora já antes fosse um economista de renome, John Taylor deve parte da sua actual reputação ao facto de ter sugerido que os bancos deveriam seguir aquela que é hoje conhecida pela “regra de Taylor”. Esta regra determina o valor da taxa de

---

<sup>11</sup> As taxas de juro reais são negativas quando as taxas de inflação são superiores às taxas de juro nominais. Nesta situação há um forte incentivo ao endividamento porque o custo deste no curto prazo é negativo em termos reais.

juro controlada pelo banco central em função dos desvios da inflação e do produto relativamente aos objectivos do banco central para essas variáveis. Segundo Taylor, o sucesso da política monetária durante a Grande Moderação deveu-se a ter seguido essa regra; a raiz da crise financeira de 2007 estará no facto de entre 2002 e 2005 a regra não ter sido cumprida, tendo a taxa de juro sido excessivamente baixa – ver Figura 5.1.

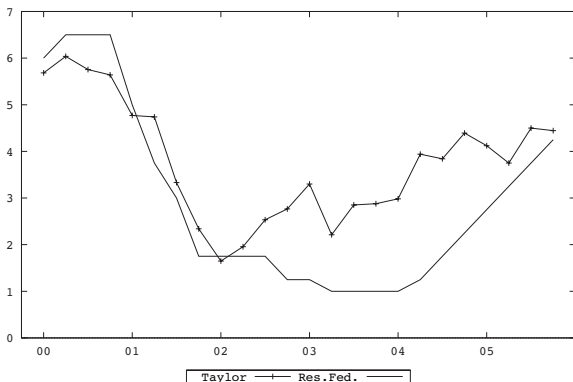


Figura 5.1: Regra de Taylor e taxa de juro da FED. Fonte: Cálculos com base em dados do Fred.

No entanto, há alguns argumentos que podem ser apresentados em defesa da política monetária da Reserva Federal. Em primeiro lugar, embora a recessão de 2001 tenha sido muito breve, a incerteza em relação à sustentabilidade da recuperação que se seguiu permaneceu por muito tempo. A este respeito deve referir-se que só em 2003 o NBER anunciou que a recessão havia terminado em Novembro de 2001. Em segundo lugar, os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 e as guerras que se seguiram no Afeganistão e no Iraque contribuíram para aumentar a incerteza em relação ao futuro da economia americana, tendo também dilatado os défices orçamentais. Em terceiro lugar, as pressões deflacionistas que se sentiam na economia americana (e noutras economias) foram também avançadas como justificação para manter a taxa de juro baixa. Finalmente, uma análise da taxa de juro de longo prazo mostra que esta apresenta uma tendência decrescente desde o início dos anos oitenta (ver Figura 5.2), o que sugere que outros factores para além da política da Reserva Federal terão influenciado a sua evolução. De entre aqueles factores tem merecido particular

atenção o comportamento das economias emergentes, em particular da China. Desenvolveremos este tema no próximo capítulo.

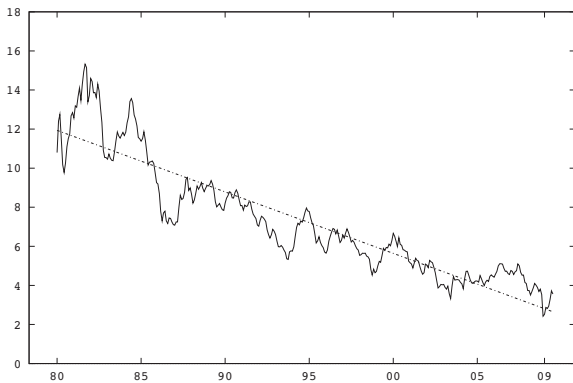


Figura 5.2: Taxa de juro das obrigações do Tesouro a 10 anos. Fonte: Fred.



## CAPÍTULO 6

### ENDIVIDAMENTO E POUPANÇA NA ECONOMIA MUNDIAL

“(...) o aumento da poupança nos países em vias de desenvolvimento, de que apenas metade era investida no mundo em desenvolvimento, sugere de modo claro que foi o efeito da poupança desses países que fez diminuir as taxas de juro reais. (...)”

[Estes] dados são coerentes com a noção de que o declínio nas últimas décadas das taxas de juro de longo prazo, nominais e reais, é principalmente o efeito de forças geopolíticas mais do que do normal funcionamento do mercado.”

Alan Greenspan, *The Age of Turbulence*, 2007, pág. 387.

“Há uma tendência entre as nações credoras para defender que os chamados desequilíbrios são provocados pela prodigalidade dos EUA e para recomendar menores défices orçamentais ou um nível mais elevado de poupança privada. Mas (...) os desequilíbrios são o resultado de políticas, tanto dos países credores, como dos países devedores.”

Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, 2009, pág. 7.

## **Excesso de endividamento e excesso de poupança**

O excesso de endividamento está na origem da crise financeira. Desde meados dos anos 90 houve um aumento muito forte do endividamento das famílias, não só nos EUA, mas também em países como a Irlanda, a Espanha, a Dinamarca

e mesmo Portugal – ver Figura 6.1. Mas porque uma dívida tem sempre como contrapartida um crédito, o excesso de endividamento em países como os EUA e a Irlanda só foi possível porque outros países pouparam. Os mercados financeiros internacionais fazem a intermediação entre credores e devedores, permitindo aos agentes que acumulam poupanças investi-las em activos de outros países com uma rendibilidade esperada mais elevada. Embora a avaliação dos benefícios da importância dos mercados financeiros internacionais para o crescimento económico mundial seja geralmente positiva, esta crise financeira veio mostrar mais uma vez que a globalização financeira não é isenta de riscos. No entanto, tal como sempre acontece com o fim das bolhas nos mercados financeiros e da habitação, a grande dificuldade é que só *a posteriori* se pode concluir que o endividamento era excessivo.

As famílias e as empresas endividam-se com base nos rendimentos que esperam auferir no futuro e que utilizarão para pagar as dívidas – se as expectativas quanto aos rendimentos forem demasiado optimistas, haverá dificuldades em

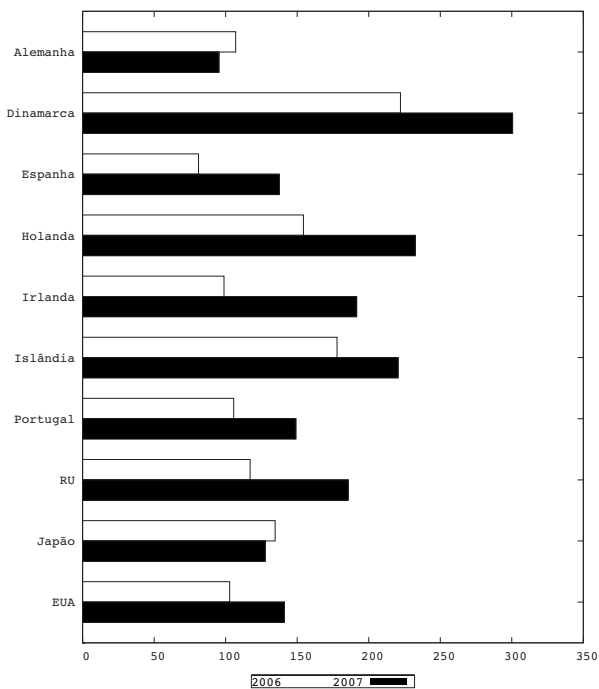


Figura 6.1: Rácio dívida/rendimento disponível das famílias (em percentagem). Fonte: Eurostat, OCDE, Banco Central da Irlanda, Central Statistics Office, Banco Central da Islândia, Statistics Iceland.

cumprir as obrigações. Se isto acontecer a uma família/empresa, essa família/empresa terá um problema grave; se acontecer a muitas famílias/empresas, o sector financeiro e o resto da economia entrarão em crise. Evidentemente, quando um banco aprova um crédito, fá-lo com base numa avaliação positiva do realismo das expectativas do cliente, ou, por outras palavras, do risco associado a essas expectativas – a avaliação do risco é um tópico importante no contexto desta crise, a que voltaremos no próximo capítulo.

O endividamento financia a despesa em consumo e em investimento. Do ponto de vista macroeconómico, um país que gasta mais do que produz tem um défice externo. Como mostrou a experiência portuguesa entre 1977 e 1985, uma situação em que o défice externo é significativo não pode durar para sempre, mesmo quando se trata dum país como os EUA, que tem uma moeda com aceitação internacional. Nos anos anteriores à crise, o sinal mais claro da existência de desequilíbrios importantes na economia mundial foi dado precisamente pelo crescente défice externo dos EUA.

## A prodigalidade da economia americana

O notável aumento da riqueza da economia americana nas últimas décadas parece não ter sido suficiente para satisfazer os desejos de consumo das famílias. O resultado da prodigalidade das famílias americanas foi o extraordinário aumento do seu endividamento, que se reflectiu em enormes défices comerciais desde o início da década de noventa e num grave desequilíbrio externo que atingiu cerca de 6% do PIB dos EUA em 2006 (ver Figura 6.2). Este desequilíbrio é muito grave porque a sua inevitável correcção teve e terá consequências negativas para a economia mundial.

São vários os factores que terão contribuído para a formação do enorme défice externo da economia americana. Em primeiro lugar, o sentimento de confiança na resiliência da economia americana, discutido atrás, terá influenciado as expectativas relativas ao crescimento desta economia e terá assim estimulado as famílias e empresas a endividarem-se. Em segundo lugar, o papel do dólar como moeda de reserva internacional terá levado os decisores de política económica

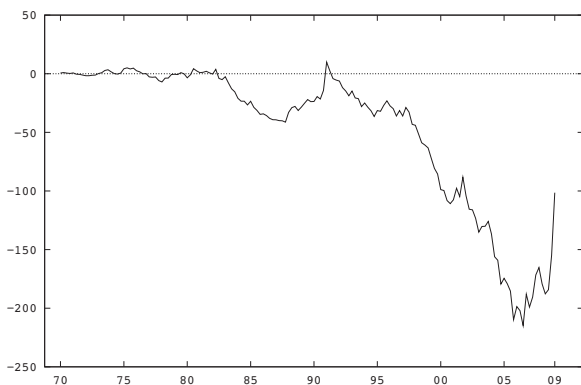


Figura 6.2: Saldo da balança corrente dos EUA (mil milhões de dólares). Fonte: Fred.

americanos a procurarem corrigir o desequilíbrio externo através da desvalorização do dólar (ver Figura 6.3),<sup>12</sup> passando para os seus parceiros comerciais uma parte do custo do ajustamento. A forma alternativa de corrigir o desequilíbrio externo seria mais dolorosa, através da redução da despesa e do aumento da poupança das famílias e das empresas americanas. Esta opção reflectiu-

---

<sup>12</sup> A taxa de câmbio efectiva do dólar mede o valor da moeda americana face ao conjunto das moedas dos seus principais parceiros comerciais.

-se numa desvalorização do dólar de cerca de 30% relativamente aos seus principais parceiros comerciais, entre 2002 e 2007, tendo-se gerado então uma discussão que se mantém até aos dias de hoje sobre o papel do dólar como moeda de reserva internacional. As políticas monetárias demasiado expansionistas discutidas no capítulo anterior também poderão ter tido como objectivo a desvalorização do dólar.

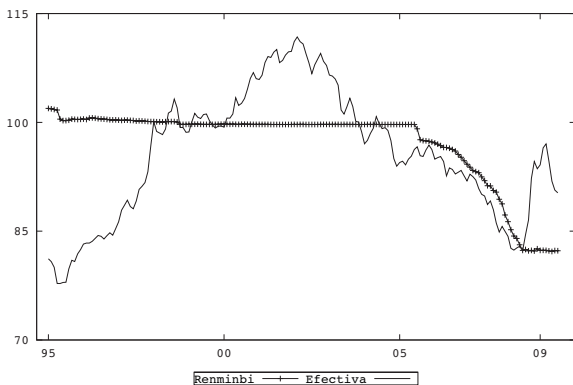


Figura 6.3: Índices da taxa de câmbio ao certo do dólar.

Fonte: Fred.



## Petróleo e outros excedentes

O défice comercial americano não poderia ter atingido aquela magnitude se não houvesse na economia mundial poupanças disponíveis para serem investidas em activos americanos. A acumulação de poupanças dos países emergentes e dos países produtores de petróleo estiveram na origem dos enormes fluxos financeiros registados desde finais da década de noventa dos países emergentes para os países mais ricos do mundo – um fluxo que é uma novidade em termos históricos e que encerra em si algo de paradoxal, dado que os países emergentes serão aqueles que precisarão de mais investimento. Greenspan e o colunista do *Financial Times* Martin Wolf (no seu livro de 2009), entre outros, salientaram o papel na crise de 2007 do excesso de poupança dos países do leste asiático (Coreia do Sul, Malásia, Singapura), dos países produtores de petróleo e da China. De acordo com esta perspectiva, a poupança dos países emergentes terá inundado de liquidez os mercados financeiros internacionais e terá tido um papel decisivo no desenvolvimento de bolhas

no mercado da habitação americano e de outros países, ao fazer baixar as taxas de juro nos países desenvolvidos, como vimos no capítulo anterior.

Por que acumularam estes países tanta poupança? No caso dos países exportadores de petróleo, a razão principal será a subida do seu preço desde finais dos anos noventa. No caso dos outros países será necessário ir mais atrás. Nos anos oitenta e noventa, os défices externos tornaram-se sinónimos de crises financeiras, destacando-se as crises que afectaram vários países da América Latina e do leste asiático. Estas experiências resultaram em perdas de rendimento muito significativas para aqueles países e induziram alterações importantes no seu comportamento em relação ao endividamento externo: a dívida externa passou a ser vista como um factor de risco que urgia compensar por via da acumulação de reservas, obtidas através de excedentes comerciais. Assim, os países do leste asiático entraram no século XXI com excedentes externos crescentes e o Brasil tornou-se pela primeira vez credor do FMI no decurso da crise financeira. A acumulação de excedentes externos naqueles países gerou um excesso de poupança entre os

países emergentes e reforçou o fluxo de capitais para os EUA e para outros países deficitários em poupanças – ver Figura 6.4. Portugal também regista desde 1988 um défice na balança corrente. Estima-se que este défice tenha representado 11,9% do PIB em 2008, um valor semelhante aos que nos anos setenta e oitenta criaram uma crise de pagamentos e obrigaram o país a recorrer ao FMI.

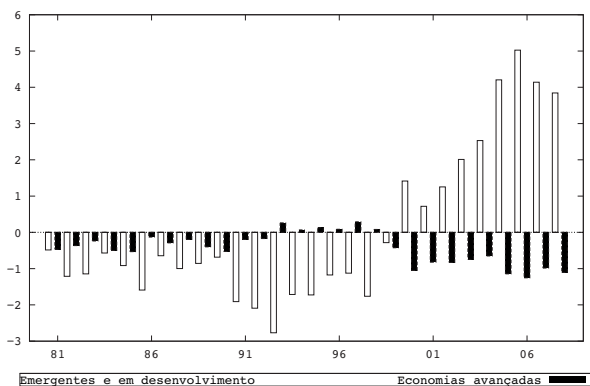


Figura 6.4: Saldo da balança corrente em percentagem do PIB. Fonte: FMI.

O petróleo não foi importante apenas por contribuir para a acumulação de poupanças nos países

exportadores; o comportamento do seu preço influenciou também a política monetária dos países mais desenvolvidos. O preço do petróleo, depois de uma tendência de descida desde o início da década de noventa, atingiu um mínimo de 10 dólares em finais de 1998 (ver Figura 2.1). A trajetória ascendente dos preços do petróleo desde então foi motivada, pelo menos parcialmente, pelo grande aumento da procura resultante do forte e prolongado crescimento da economia mundial e, sobretudo, pela entrada em cena da China e da Índia. O aumento do preço do petróleo viria a ter importantes consequências para o desempenho da economia mundial no início do século XXI e para o desenrolar da crise financeira. Sobretudo a partir de 2006, aumentou o risco de repercussão do aumento do preço do petróleo nas taxas de inflação, o que justificou o aumento das taxas de juro pelos bancos centrais. Estes aumentos das taxas de juro coincidiram com os primeiros incumprimentos no pagamento de prestações do crédito à habitação, a que se associa o início da crise financeira (ver cronologia).

Na perspectiva de alguns economistas, a acumulação de poupanças, sobretudo pelos países do leste

asiático cujo crescimento assenta nas exportações, obedeceu também ao objectivo de manter as taxas de câmbio em valores que favorecessem a competitividade das suas exportações. A discussão desta estratégia centrou-se na China, um país essencial para compreendermos as origens da crise financeira.

## China

O ressurgimento da China, passados mais de cinco séculos, entre os principais actores da economia mundial é talvez o mais importante acontecimento económico do início do século XXI. As elevadas taxas de crescimento económico, muitas vezes de dois dígitos, desde o início dos anos oitenta, permitiram retirar centenas de milhões de chineses da pobreza e tornar várias indústrias deste país, até há pouco tempo eminentemente agrícola, quase monopolistas em termos mundiais. No entanto, estes avanços não se fizeram sem consequências para a economia mundial.

O crescimento económico da China baseou-se no investimento e nas exportações de produtos

para os países desenvolvidos, cabendo ao consumo das famílias e às despesas do Estado uma parte muito reduzida quando comparamos com os países desenvolvidos. A China reinveste cerca de metade da produção anual, o que representa um valor único em toda a história. As exportações representam cerca de 30% da produção anual. Nos mercados de destino das exportações chinesas destacam-se a Europa e os EUA, que absorvem mais de 70% dos produtos chineses. O forte crescimento da economia chinesa não teria sido possível sem o crescimento da Europa e dos EUA e a abertura dos seus mercados aos produtos chineses.

Nos EUA, a avalanche de produtos chineses e o enorme défice comercial que existe entre os dois países têm gerado uma grande discussão sobre a reciprocidade da China na abertura das relações comerciais entre os dois países. Em particular, têm-se destacado as queixas recorrentes relativamente ao baixo valor do renminbi. De facto, quando observamos a Figura 6.3, onde estão representadas as taxas de câmbio do dólar relativamente aos principais parceiros comerciais (taxa de câmbio efectiva) e em relação ao renminbi,

destaca-se a relativa estabilidade da paridade da moeda chinesa face ao dólar quando comparada com a forte desvalorização da moeda americana face aos principais parceiros comerciais.

Dado o grande desequilíbrio comercial que existe entre a China e os EUA, seria de esperar uma tendência para a apreciação da moeda chinesa face ao dólar. Este facto e a acumulação de reservas em dólares pelo banco central chinês sugerem que a China tem condicionado deliberadamente o valor da sua moeda face ao dólar com o objectivo de garantir a competitividade das suas exportações e facilitar a sua entrada no mercado americano. Os valores das reservas oficiais chinesas não são conhecidos, mas estimavam-se em mais de 2 biliões de dólares no final de Junho de 2009. Os haveres em dólares atingiam 60% das reservas, sendo 20% destas em obrigações do Fannie Mae e do Freddie Mac. Esta acumulação de reservas foi facilitada pelo facto de não haver qualquer instituição internacional com responsabilidades sobre as taxas de câmbio de países excedentários. Assim, a opção chinesa de basear o crescimento económico no aumento das exportações contribuiu

para agravar o desequilíbrio externo da economia americana, e o controlo da taxa de câmbio terá sido um elemento essencial nessa estratégia.

Ainda em relação ao papel da China na crise financeira, convém referir que, sendo um país com excesso de população face aos recursos disponíveis (apesar do sucesso das políticas de controlo da natalidade), a China tornou-se um grande importador de matérias-primas e de petróleo. O aumento da procura resultante da sua entrada nos mercados internacionais contribuiu para o aumento dos preços das matérias-primas, do petróleo e também dos cereais. Este aumento de preços, como referimos atrás, motivou um aumento das taxas de juro pelos bancos centrais numa altura em que a ameaça de uma crise financeira se tornava cada vez mais evidente.



## CAPÍTULO 7

### A FÉ NA CAPACIDADE AUTO-REGULADORA DOS MERCADOS

“Dados os biliões de dólares de transacções internacionais diárias, sendo apenas algumas delas registadas publicamente, como é que podemos estar certos que um sistema global não regulado vai funcionar? E no entanto funciona, todos os dias. Crises sistémicas ocorrem, como é evidente, mas são surpreendentemente raras.”

Alan Greenspan, *The Age of Turbulence*, 2007, pág. 367.

“(...) aqueles de nós que consideraram que o interesse próprio das instituições financeiras as faria proteger o capital dos accionistas, especialmente eu, estão em estado de choque e de incredulidade.”

Alan Greenspan, Declaração perante o Committee on Oversight and Government Reform, Washington, D.C., 23 de Outubro de 2008.

### Uma questão de confiança

Mais do que em qualquer outro mercado, a regulação, isto é, a definição de regras pelo Estado para melhorar o seu funcionamento, é essencial para a eficiência dos mercados financeiros. O funcionamento dos mercados financeiros baseia-se na confiança, dado que todas as transacções envolvem uma promessa de pagamento, e caracteriza-se pela existência de assimetrias de informação. Por exemplo, alguém que pede um empréstimo tem mais informação sobre a capacidade para o vir a pagar do que a instituição financeira que o conce-

de. Esta assimetria da informação pode constituir um entrave à criação de relações de confiança e restringir o desenvolvimento dos mercados. As relações de confiança em que assentam os sistemas financeiros das economias desenvolvidas são um dos casos mais notáveis de acumulação de capital social da história moderna. Para além das intervenções dos Estados, foi este capital social que impediu o colapso (que foi recorrente nas economias emergentes durante o século xx) dos sistemas financeiros durante a crise de 2007.

Um exemplo das regras que as entidades reguladoras e de supervisão estabeleceram, com o objectivo de limitar os danos que podem decorrer de uma crise de confiança no sistema financeiro, é a definição de rácios de capital obrigatórios, que, na ausência de regulação e supervisão, apenas os bancos mais cautelosos manteriam. Outra medida que visa reforçar a confiança no sistema bancário é a criação de garantias de depósitos, que usualmente correspondem a montantes fixos. No entanto, nesta crise, e dados os riscos de corridas aos bancos para levantamento de depósitos, aquelas garantias foram aumentadas significativamente

(em Portugal passaram de 25 mil euros para 100 mil euros) e em alguns países passaram mesmo a corresponder a 100% do valor dos depósitos. Este processo ilustra a descoordenação de políticas dentro da zona euro verificada durante a crise.

Além da intervenção via regras, as autoridades também estão preparadas para socorrer com liquidez as instituições em dificuldades – insere-se neste âmbito o papel de “prestamista de última instância” dos bancos centrais, muito utilizado nesta crise, em especial para combater o chamado “risco sistémico”, ou “efeito dominó”. Esta expressão, que a crise financeira trouxe para os títulos da imprensa, designa o risco que a falência de uma instituição financeira pode acarretar para a estabilidade do resto do sistema financeiro, e mesmo para a economia.

No contexto da crise de 2007, uma das causas do risco sistémico, e justificação para o apoio dos Estados a instituições financeiras em dificuldades, é o chamado problema do “demasiado grande para falir”. De facto, a falência, ou problemas de solvência, de instituições como o banco de investimento Lehman Brothers, o banco inglês Northern

Rock ou o banco islandês Glitnir, pode, mais do que acontece noutros sectores, afectar negativamente outras instituições financeiras, o resto da economia e economias vizinhas. Este argumento foi utilizado no caso da nacionalização do Banco Português de Negócios (BPN). No entanto, como na altura referiu o Ministro das Finanças, Fernando Teixeira dos Santos, o mesmo argumento não podia ser usado para intervir no Banco Privado Português (BPP).

Os efeitos sistémicos da falência de uma instituição financeira podem resultar da perda de confiança dos depositantes e do mercado noutras instituições semelhantes, ou que o mercado vê como tal, o que pode causar um problema de liquidez naquele segmento do mercado. Esta foi a justificação do Estado inglês para nacionalizar o Northern Rock. No caso da Islândia, a falência do Glitnir arrastou a falência dos bancos Landsbanki e Kaupthing.

A transmissão dos efeitos negativos da falência de uma instituição financeira a outras instituições financeiras é também relevante pelo facto de mais do que noutros sectores as instituições financeiras

realizarem entre elas um grande volume de transacções no mercado interbancário e nos mercados de derivados. Esta interdependência favorece a propagação de uma crise de falta de confiança, podendo desencadear a venda de activos e a imposição de condições mais restritivas para a atribuição de crédito. Daqui pode resultar, como resultou com a falência do Lehman Brothers, uma rápida deterioração das condições de estabilidade de todo o sistema financeiro e das condições económicas em geral. As dificuldades de acesso ao crédito alargam-se às famílias e às empresas, contraindo a procura e assim a actividade económica.

Com efeito, a falência do Lehman Brothers, em Setembro de 2008, é o exemplo mais eloquente dos riscos sistémicos da falência de uma instituição financeira. Esta falência marcou o início da fase mais aguda da crise financeira e colocou o sistema financeiro norte-americano à beira do colapso. Também a crise islandesa foi despoletada pela redução da liquidez nos mercados internacionais em resultado da falência do Lehman Brothers. Uma explicação possível para os riscos que o governo americano aceitou correr ao deixar cair o Lehman

Brothers, ao contrário do que fez anteriormente com o Bear Stearns (“obrigando” o JPMorgan a adquiri-lo) e posteriormente com a AIG, é não ter tido forma alternativa de obter o apoio dos cidadãos americanos para a “socialização das perdas” do sistema financeiro que a aprovação pelo Congresso do Plano Paulson representava.

O dramatismo que rodeou estes acontecimentos chamou a atenção para uma das lições desta crise financeira: como tinha acontecido na Grande Depressão, os instrumentos de regulação disponíveis e a forma como têm sido utilizados não se adequam às características do actual sistema financeiro. A questão que permanece em aberto é se no futuro deverá haver mais regulação, melhor regulação ou ambas.

### **Escassez de regulação ou excesso de inovação?**

A inovação financeira, como referimos no capítulo 4, tem tido um papel essencial no progresso das sociedades desde a antiguidade. Limitar o potencial de inovação dos mercados financeiros

através da imposição de regras que restrinjam o seu livre funcionamento arrastará sempre consigo riscos para o progresso das economias e da sociedade. O aparecimento de sucessores de Ned Ludd, que no século XIX se notabilizou pela luta contra a introdução do tear mecânico na indústria têxtil, é sempre possível. De facto, na sequência da crise financeira de 1987, uma comissão apresentou um relatório ao Congresso americano em que se propunha a eliminação dos programas informáticos de negociação de títulos. Porém, a longa história das crises financeiras e os riscos que delas resultam para as economias, como aconteceu com a crise financeira de 2007, tende a gerar consensos em torno da necessidade de aperfeiçoar as formas de intervenção das autoridades públicas nos mercados financeiros, garantindo todavia a liberdade necessária para o aparecimento de inovações.

No decorrer da crise financeira foi-se tornando cada vez mais claro, mesmo para os que durante toda a sua vida tinham mantido uma fé inabalável na capacidade auto-reguladora dos mercados, como foram os casos de Greenspan e do ex-Secretário de Estado do Tesouro Henry Paulson, que nas



últimas décadas não se deu atenção suficiente ao desenvolvimento da actividade bancária oculta. Esta permitiu que os balanços dos bancos não traduzissem os haveres e responsabilidades reais e aumentou a opacidade do sistema financeiro, ao colocar uma parte muito importante da actividade financeira fora do alcance dos sistemas de regulação e supervisão. A aprovação da lei Gramm-Leach-Bliley, que veio substituir a lei Glass-Steagall, legado regulador dos anos trinta que separava a actividade dos bancos comerciais da actividade típica dos bancos de investimento, demonstra a opção do governo dos EUA pela não intervenção nesse sector.

A não inclusão da actividade bancária oculta dentro do sistema regulado favoreceu o seu crescimento, dados os menores requisitos legais de capitalização e a menor exposição à acção das autoridades. Como vimos, grande parte das hipotecas *subprime* que estiveram na origem da crise foram financiadas através de SIVs. Mas estes não eram os únicos a ter tratamento especial da regulação: nos EUA, aos bancos de investimento, como o Goldman Sachs, e aos fundos de investimento

privados não eram impostos limites de alavancagem (na Europa aqueles limites não existiam, nem mesmo para os bancos comerciais). A ausência de limites para a alavancagem daquelas instituições permitiu-lhes aumentar extraordinariamente os seus lucros durante o período de expansão, mas também as colocou numa posição de grande fragilidade com o advento da crise financeira. A concorrência, porém, obrigou as instituições financeiras tradicionais a alterar também o seu modelo de negócio, adquirindo activos com risco mais elevado, de forma a poderem competir com instituições menos reguladas. Mesmo do lado da supervisão havia concorrência: no caso americano, existem várias entidades de supervisão com objectivos idênticos e algumas instituições podem escolher o seu supervisor, o que cria conflitos de interesses. A actividade bancária oculta favoreceu também a proliferação de práticas ilegais, entre as quais se destacam o caso Madoff e o escândalo da fuga aos impostos de clientes da UBS.

A opção dos Estados pela não regulação das novas instituições e produtos financeiros que surgiram nas últimas décadas assentou funda-

mentalmente em dois pressupostos. Por um lado, reflecte as dificuldades técnicas, ou mesmo a impossibilidade, de supervisão e regulação dos mercados financeiros num mundo globalizado com um volume diário de biliões de dólares de transacções, sendo grande parte delas efectuadas sem registo público (*over-the-counter*). Para os defensores desta ideia, os reguladores e supervisores estariam sempre em desvantagem relativamente às instituições financeiras na identificação dos riscos.

Por outro lado, a defesa da não extensão da regulação às novas entidades que iam povoando os mercados financeiros resulta da fé na capacidade auto-reguladora dos mercados. Como referimos anteriormente, a queda do muro de Berlim e a falência das economias socialistas do leste europeu, geridas centralmente pelo Estado, bem como o sucesso nos anos oitenta e noventa das economias de mercado, de gestão descentralizada, contribuiu para uma renovação da fé no *laissez-faire*. Greenspan, um dos mais notáveis paladinos da renovada fé na economia de mercado, afirma nas suas memórias que a história do último quartel do século XX pode ser resumida como a “redescoberta

do poder do capitalismo” (pág. 14). De facto, e como demonstra a citação na abertura deste capítulo, o antigo presidente da Reserva Federal, e todos aqueles que se opuseram ao alargamento do âmbito da regulação do sistema financeiro, não acreditava que fosse possível os responsáveis pelas instituições financeiras destruírem o seu mais precioso activo, isto é, a confiança. No entanto, esta crise financeira mostrou que é possível. Para além daqueles dois factores deve ainda salientar-se o papel do *lobby* do sector financeiro, que tomou corpo na International Swaps and Derivatives Association, na manutenção de múltiplas operações financeiras fora da alçada da regulação – veja-se, a este propósito, Tett (2009).

Uma crítica que pode ser feita aos defensores de mais regulação nos mercados financeiros reside no facto de as entidades reguladoras europeias e americanas já possuírem um grande poder discricionário e de o poderem usar para supervisionar as práticas das instituições financeiras. Esse poder não foi suficientemente utilizado. Alguns exemplos de omissão, contribuindo para a crise, por parte das autoridades de supervisão são a opção de

não intervenção da Reserva Federal em relação a algumas práticas no segmento *subprime* e nas instituições de crédito hipotecário Fannie Mae e Freddie Mac, patrocinadas pelo governo e não sujeitas aos níveis de alavancagem impostos aos bancos comerciais tradicionais.

No entanto, no caso da Fannie Mae e do Freddie Mac, a Reserva Federal discutia desde 2003 os elevados riscos que estas instituições representavam para o sistema financeiro americano, tendo mesmo apresentado várias medidas ao Congresso, que decidiu não as aplicar. Em 2008, no auge da crise financeira, a única opção disponível foi a sua nacionalização. Ou seja, para além da omissão das instituições de supervisão, é também importante lembrar a omissão dos decisores políticos. Em última análise, é do poder político a responsabilidade pelas falhas na regulação, dado que é a este que cabe a nomeação dos responsáveis pelas instituições de regulação e supervisão. No caso português, dadas as notícias de possíveis irregularidades vindas a público desde 2001, através da revista *Exame*, destaca-se a não intervenção do Banco de Portugal no BPN, que viria, no decorrer

da crise financeira, a ser nacionalizado com custos muito elevados para o Estado português.<sup>13</sup>

Apesar disto, diga-se, em abono da verdade, que a responsabilidade do poder político na crise pode ser alijada pelo facto de uma das consequências da inovação financeira, já atrás descrita, ter sido o aumento da opacidade do sistema financeiro. Esta opacidade eliminou em muitos casos a possibilidade de supervisão, sendo um dos principais argumentos na defesa da regulação do processo de titularização e de outras novidades dos sistemas financeiros. Adicionalmente, a dispersão da regulação e supervisão dos mercados por várias instituições, bem como a ausência de mecanismos de regulação internacional num mundo financeiro globalizado, terá também contribuído para as crescentes dificuldades das entidades reguladoras em acompanharem os desenvolvimentos nos mercados financeiros. A questão da regulação e supervisão dos mercados financeiros internacionais tem sido

---

<sup>13</sup> A famosa Dona Branca viu a sua actividade “financeira” destruída em 1984 em resultado de uma reportagem do semanário *Tal & Qual*.

um dos principais assuntos em discussão nas reuniões do G-20, com particular destaque para o problema dos paraísos fiscais (*offshores*). No entanto, face às dificuldades que têm existido na coordenação da regulação e supervisão dentro da zona euro, não são de esperar avanços significativos nessa área nos tempos mais próximos, apesar da discussão à volta do relatório De Larosiére.<sup>14</sup>

Concluindo, na origem da crise financeira, mais do que a desregulamentação, está o aparecimento de um grande número de novos instrumentos financeiros que ficaram fora da alçada das regras de regulação e supervisão e cuja complexidade tornou mais opacos os mercados financeiros, mascarando a exposição do sistema a níveis de endividamento insustentáveis. Os Estados terão ainda assim sido responsáveis por omissão. A razão desta omissão terá sido a fé na capacidade auto-reguladora dos mercados, bem expressa na primeira citação de Greenspan na abertura deste

---

<sup>14</sup> Veja-se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

capítulo, e também a dificuldade das entidades reguladoras para conseguirem acompanhar o volume astronómico de transacções cada vez mais complexas nos mercados financeiros.

Contudo, não nos podemos esquecer que por vezes o paciente morre da cura, neste caso, da regulação. A crise financeira ocorreu precisamente na altura em que se encontravam em processo de implementação as novas regras para o funcionamento dos bancos resultantes do acordo Basileia II estabelecido em 2004 (este acordo veio substituir o acordo Basileia I estabelecido em 1988). Esta reforma, implementada de forma progressiva a partir de 2004 e mais lentamente nos EUA do que na Europa, definiu novas regras para os rácios de capital que os bancos são obrigados a cumprir, tendo tornado estes rácios dependentes do *rating* dos seus activos. A crise financeira veio mostrar que estas novas regras não estão isentas de problemas, sendo o primeiro deles o conflito de interesses entre a neutralidade que a actividade das agências de *rating* pressupõe e aquela prática. A origem do conflito de interesses está no facto de as agências de *rating* serem contratadas



e pagas pelos emitentes dos produtos financeiros e não pelos investidores a quem se destina a informação. É também por esta razão que se tem falado da necessidade de regulação da actividade das agências de *rating*. Os críticos daquele procedimento defendem que a regulação do risco não pode assentar em *ratings* definidos por empresas cuja actividade não é regulada. Uma consequência daquele conflito de interesses, implícito nas novas regras de Basileia II, foi a tendência para a subavaliação do risco que, como referimos no capítulo 4, é apontada como uma das causas da crise financeira.

### **Risco e *rating***

A crescente complexidade do mundo e dos instrumentos financeiros pode facilmente transformar os especialistas de ontem nos ignorantes de hoje. A economia global em que os acontecimentos têm lugar tornou-se também mais difícil de compreender. A complexidade dos instrumentos financeiros modernos é uma das manifestações da globalização

e os seus benefícios foram inicialmente bem aceites porque foram vistos como um motor de criação de riqueza. No entanto, como vimos atrás, as inovações financeiras estiveram também na raiz da crise financeira.

A palavra inglesa *risk* tem a sua origem na palavra portuguesa “arriscar” usada pelos descobridores portugueses do século XV, que ousaram explorar os mares nunca dantes navegados. O ser humano assume um risco sempre que as suas acções têm repercussão no futuro, que por definição é incerto. A certeza não pertence ao mundo dos vivos. No entanto, a ignorância é considerada perigosa e forma a substância do risco. Mas a ignorância em relação às acções futuras pode em certa medida ser avaliada.

Existe algum consenso em torno do papel que as três grandes agências de *rating* – Moody’s, Standard and Poor’s e Fitch – tiveram na origem da crise financeira. Em particular, tem sido muito discutida a avaliação excessivamente optimista de activos de risco elevado no período que precedeu a crise. A avaliação, que *ex post* se revelou demasiado positiva, de vários títulos hipotecários e que

terá incentivado os investidores a apostarem nesses activos tem sido referida como uma das causas da crise financeira. As deficiências nas fórmulas de avaliação do risco revelam-se no facto de o risco dos bancos, na Primavera de 2007, isto é, poucos meses antes da eclosão da crise do *subprime*, se encontrar nos seus níveis mínimos, de acordo com a Autoridade dos Serviços Financeiros do Reino Unido. Esta subavaliação do risco é o resultado de uma falha dos modelos utilizados pelos analistas financeiros para avaliarem a probabilidade de incumprimento ou de falência dos emitentes de dívida.

De facto, a crise financeira veio revelar um conjunto de dificuldades no sector da avaliação do risco do crédito. Em primeiro lugar, esta crise financeira mostrou os riscos para as agências de *rating* resultantes de estarem demasiado próximas dos objectos de avaliação, nomeadamente os riscos, que se tornaram muito salientes nesta crise financeira, associados à impossibilidade de aceder a uma visão do contexto global, dada a posição de observação demasiado “baixa” em que se colocaram. Em segundo lugar, a lentidão

na actualização do *rating* parece ter resultado de falhas no compromisso, que nunca deve ser violado por uma agência de *rating*, de medir e publicitar os riscos logo que eles são identificados.

Os riscos do crédito estão associados às condições económicas e financeiras do emissor da dívida. Apesar da importância da auditoria dos relatórios financeiros do emissor da dívida, utilizando as técnicas contabilísticas e financeiras adequadas para esse fim, é crucial avaliar a forma como a actividade do emissor da dívida se integra e interage com a actividade dos seus concorrentes, bem como a forma como ela se integra no contexto económico local e global. Por exemplo, no contexto desta crise, uma crítica feita à metodologia da avaliação do risco pelas agências de *rating* é que ignora a correlação entre a rendibilidade de um produto e o desempenho do mercado.

Um relatório rigoroso dos eventos passados é uma tarefa preliminar na avaliação do risco do crédito. No entanto, o núcleo da avaliação do risco do crédito está na elaboração dos cenários futuros e não no passado, que não podemos saber se se irá repetir no futuro. Para avaliar o risco do crédito, o

avaliador tem de se confrontar com a sua própria ignorância relativa, isto é, a ignorância que resulta do desconhecimento da capacidade de o emissor resistir ao ambiente em que vai desenvolver a sua actividade, para além da sua ignorância absoluta (aquela que resulta de dados insuficientes para realizar uma avaliação dos hábitos financeiros do emissor de dívida).

A crise financeira veio lançar grandes dúvidas sobre o valor para o investidor da informação produzida pelas agências de *rating*. Para a recuperação da credibilidade perdida será necessário reduzir a ignorância relativa. De facto, apesar dos enormes progressos na ciência económica e nas técnicas de análise de risco, a crescente complexidade dos mercados globais agravou a ignorância relativa dos analistas do risco (e de todos os agentes que participam nos mercados). Uma conclusão da crise financeira é que os analistas dos mercados financeiros terão de agora em diante de incorporar nas suas avaliações a complexidade dos desenvolvimentos macroeconómicos. A não inclusão da análise macroeconómica na elaboração dos princípios da regulação financeira tornou esta mais

frágil e menos capacitada para identificar riscos sistémicos e, assim, prevenir uma crise financeira (ver, por exemplo, Brunnermeier *et al.*, 2009).

Dada a importância que o *rating* tem para as decisões de investimento, têm sido sugeridas várias políticas para este sector, que vão da introdução de mais concorrência num sector que é dominado internacionalmente por três grandes empresas, à criação de uma agência pública de *rating* ou à regulação das agências de *rating*.

No entanto, como lembrou Raghuram Rajan, professor da Universidade de Chicago, neste aspecto como noutros, a crença na capacidade da regulação e da supervisão para melhorarem o funcionamento dos mercados faz-se sentir sobretudo na fase baixa do ciclo económico, isto é, quando ela é menos importante. Na fase ascendente do ciclo, pelo contrário, a fé na capacidade auto-reguladora dos mercados generaliza-se e as reformas até são esquecidas.

## CAPÍTULO 8

### A CRISE ECONÓMICA

“[E]ste é um evento que ocorre uma vez em cada meio século, provavelmente uma vez em cada século. (..) Não há dúvida que irá ultrapassar tudo o que já vi, e ainda não está resolvido, e ainda tem muito que andar. E, efectivamente, continuará a ser uma força corrosiva até que o preço das habitações nos Estados Unidos estabilize.”

Alan Greenspan, entrevista no programa “This Week”, da ABC News, Setembro de 2008.

“Note-se, em especial, que em 2006 disparou um alarme sonoro, tornando praticamente certa uma recessão em 2007.” Edward Leamer, *Macroeconomic Patterns and Stories*, 2009, pág. 214.

### Previsão rima com revisão

As crises económicas podem ter muitas causas, mas, no século xx, as crises financeiras têm estado na origem das mais graves crises económicas – recordemos uma vez mais a Grande Depressão e a crise japonesa. O extraordinário desenvolvimento dos sistemas financeiros, que faz depender cada vez mais o consumo das famílias e as decisões de investimento das empresas dos mercados de crédito, tem tornado a actividade económica mais sensível aos episódios de turbulência nos mercados financeiros.

No entanto, as primeiras análises dos efeitos económicos da crise financeira, baseadas talvez na hipótese do ajustamento benigno descrita na introdução deste livro, sugeriam uma resolução



rápida das dificuldades que emergiram nos mercados financeiros no Verão de 2007. Hoje sabemos que não foi assim. Mais tarde, em meados de 2008, quando os sinais da crise económica eram já iniludíveis nos EUA e na Europa, as economias emergentes ainda acreditavam que sairiam ilesas da turbulência gerada pela crise financeira. No entanto, como veremos no capítulo seguinte, as exportações destas economias não escaparam à queda vertiginosa do comércio mundial verificada nos últimos meses de 2008, e os países emergentes entraram em recessão ou viram as suas taxas de crescimento substancialmente diminuídas. A forma como a crise financeira se transmitiu à actividade económica e a rapidez com que se transformou numa grave crise económica internacional surpreenderam até os mais pessimistas e são mais um sintoma da maior ignorância relativa em que hoje vivem economistas, gestores de empresas e decisores de política económica.

Os EUA entraram em recessão em Dezembro de 2007, isto é, cerca de quatro meses depois do início da crise financeira. Contudo, o anúncio pelo NBER do início da recessão foi feito apenas um ano depois,

em Dezembro de 2008 (ver cronologia). Pelo meio, a incerteza foi considerável. A Figura 8.1 mostra a evolução, desde o final de 2007, das previsões da taxa de crescimento nos EUA para 2009, publicadas pela Comissão Europeia (CE), pela OCDE e pelo FMI. As previsões publicadas em Abril/Maio de 2008 foram as primeiras a reflectir o receio de um efeito significativo da crise financeira sobre a actividade económica, ou seja, até meados de 2008 subsistia algum optimismo em relação à resiliência da economia americana. No entanto, a partir de Setembro/Outubro, com o início da segunda fase da crise financeira, marcada pela falência do Lehman Brothers, as correcções em baixa sucederam-se, atingindo o seu ponto mínimo em Março de 2009: nessa altura, a previsão mais negativa para o crescimento do PIB americano era a da OCDE com uma previsão de -4%. No entanto, as últimas previsões apontam para um valor acima dos -3%. Para a área do euro as previsões de crescimento também foram sendo revistas em baixa, tendo o FMI previsto em Julho de 2009 uma taxa de crescimento de -4,6% em 2009. Ou seja, prevê-se que em 2009 a crise na Europa seja mais grave do que nos EUA.

Em relação às previsões dos efeitos da crise financeira na economia portuguesa, deve salientar-se que as revisões em forte baixa do crescimento do PIB para 2009 ocorrem a partir de Setembro/Outubro de 2008 e que o Banco de Portugal e o Ministério das Finanças mantiveram o seu optimismo em relação às perspectivas de crescimento por um período demasiado longo (Figura 8.2). A previsão de Junho de 2009 da OCDE permanece a mais pessimista: -4,5%.

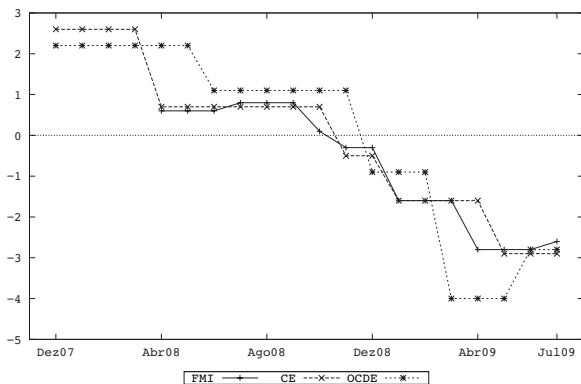


Figura 8.1: Evolução das previsões da taxa de crescimento real do PIB nos EUA em 2009. Fonte: CE, OCDE e FMI.

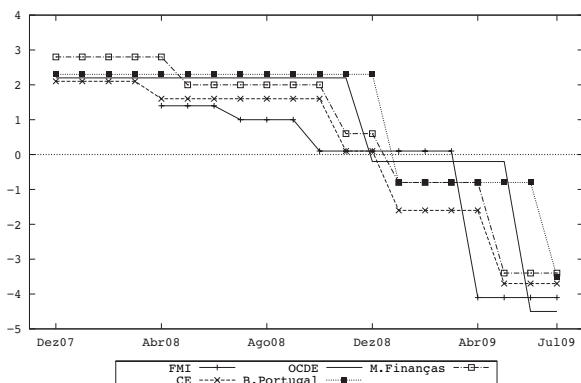


Figura 8.2: Evolução das previsões da taxa de crescimento real do PIB em Portugal em 2008. Fonte: CE, OCDE, FMI, Banco de Portugal e Ministério das Finanças.

## Da habitação aos mercados financeiros...

A crise de 2007 começou no sector da habitação. A primeira componente da procura a indiciar a existência de problemas foi o investimento residencial privado, que apresentava taxas de variação negativas desde o início de 2006 – daí Edward Leamer prever uma recessão para 2007. Com efeito, a construção de habitações novas nos

EUA atingiu o pico em Janeiro de 2006 (Figura 8.3). De então até meados de 2009, a construção de habitações novas sofreu uma redução superior a 75%. A este abrandamento no sector da habitação não será alheia a subida da taxa de juro desde 2004 (Figura 8.4, discutida à frente), que respondia às tensões inflacionistas causadas pelo aumento dos preços do petróleo e das matérias-primas. No entanto, o preço da habitação continuou a subir por mais alguns meses (Figura 4.1). Também na Europa o sector da construção parece ter antecipado a crise: o índice de produção no sector da construção atingiu o seu máximo em Dezembro de 2006. Em Portugal, o valor médio da avaliação bancária das habitações atingiu o seu pico no final de 2006, tendo desde então descido cerca de 6%, regressando aos valores de 2003/2004.

Nos mercados financeiros foi também a actividade ligada ao sector da habitação que mais reflectiu a crise. A Figura 8.4 mostra a taxa de juro no mercado monetário interbancário nos EUA (*Federal Funds Rate*), que é a taxa, de muito curto prazo, que a Reserva Federal procura controlar de forma a influenciar a actividade económica. Nessa

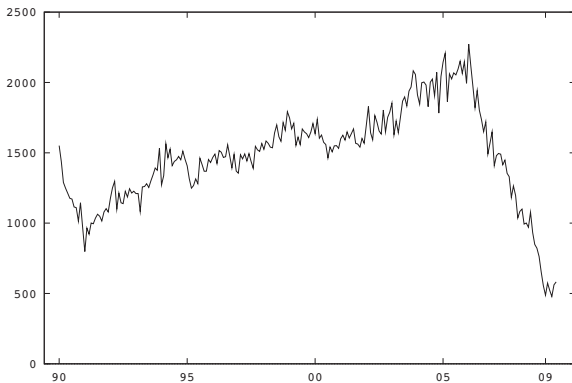


Figura 8.3: Início da construção de habitações novas nos EUA (milhares). Fonte: Fred.

mesma figura aparece também a diferença (*spread*) entre a taxa de juro do “*asset-backed commercial paper*” (ABCP) a 90 dias e a *Federal Funds Rate*. Esta diferença deverá reflectir, por um lado, a confiança dos investidores nos títulos garantidos por activos, nomeadamente por habitações, e, por outro, as expectativas quanto à evolução futura das taxas de juro de muito curto prazo.

A turbulência começou em 10 de Agosto de 2007, após o fecho de três fundos de investimento do BNP Paribas. O ano que se seguiu assistiu à queda abrupta da *Federal Funds Rate*, reflectindo

a mudança da política monetária para uma postura muito expansionista, tendo o *spread* mantido, em geral, valores mais elevados e voláteis que o habitual. A falência do Lehman Brothers, em meados de Setembro de 2008, e, especialmente, o desconforto causado pela apresentação, poucos dias depois, do Plano Paulson levaram o *spread* a atingir valores ainda mais elevados, chegando a ultrapassar os 4 pontos percentuais. Este aumento reflectiu a quase paralisação dos mercados interbancários. Por outras palavras, as instituições financeiras reduziram drasticamente os empréstimos entre si.

Esta situação levou muitos a considerar que esta crise seria essencialmente uma crise de liquidez, ou seja, não haveria liquidez suficiente no sistema financeiro para satisfazer as necessidades. Deste ponto de vista, a solução para a crise residiria no fornecimento de liquidez ao sistema financeiro por parte dos bancos centrais. Foi isso que os bancos centrais começaram por fazer: em Dezembro de 2007, os bancos centrais dos EUA, do Canadá, de Inglaterra, da Suíça e o Banco Central Europeu coordenaram-se para introduzirem programas que visavam facilitar o acesso das instituições financeiri-

ras ao crédito do banco central (ver cronologia). Seguiram-se inúmeras medidas no mesmo sentido.

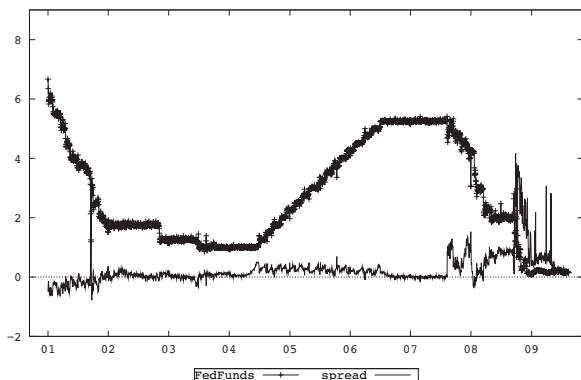


Figura 8.4: *Federal Funds Rate* e diferença (*spread*) entre a taxa de juro do ABCP a 90 dias e essa taxa.

A visão alternativa à da crise de liquidez sustenta que se tratou essencialmente de uma crise de confiança, isto é, o fluxo de fundos estaria cortado em resultado, não da falta de liquidez, mas sim da desconfiança quanto à possibilidade de reaver o valor emprestado. Esta falta de confiança poderá ser detectada na diferença entre a taxa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) e a taxa OIS (*Overnight*



*Indexed Swap*). A LIBOR a três meses reflecte as taxas de juro *overnight* esperadas durante os próximos três meses e o risco associado a esse intervalo de tempo. A OIS a três meses reflectirá essencialmente as taxas de juro *overnight* esperadas durante os próximos três meses. Se isto for verdade, a diferença entre as duas resultará no essencial do risco envolvido num empréstimo a três meses. O gráfico desta diferença é, no que nos interessa, muito semelhante ao do *spread* apresentado na Figura 8.4. Assim, o regresso desta diferença aos valores habituais exigirá a clarificação da exposição ao *subprime* dos vários intervenientes no mercado. Até lá, os bancos centrais poderão tentar criar mecanismos alternativos de financiamento, como de facto aconteceu.

Também o Tesouro norte-americano tomou diversas iniciativas visando reduzir a incerteza que colocava os mercados financeiros à beira do colapso. A versão inicial do Plano Paulson, conhecido por TARP (*Troubled Assets Relief Program*), previa a compra de títulos relacionados com o crédito hipotecário (“activos tóxicos”) ao sector financeiro, por forma a retirar do sector financeiro

a fonte dos problemas e da incerteza que estavam a afectar o funcionamento dos correspondentes segmentos do mercado financeiro. Esta ideia foi polémica e o TARP acabou por tomar outras direcções. A mudança de orientação do TARP tem sido relacionada com, por um lado, o desagrado face à ideia de os governos salvarem as instituições financeiras das consequências das suas decisões (sentimento associado à expressão “privatização dos lucros e socialização dos prejuízos”) e, por outro lado, com as medidas de recapitalização do sector financeiro através da entrada do Estado no capital das empresas, adoptadas na mesma altura pelo Primeiro-Ministro britânico, Gordon Brown, abraçando a perspectiva de que não se tratou de uma mera crise de liquidez. Com o mesmo objectivo, os governos da União Europeia, incluindo o português, concederam garantias que deveriam facilitar o acesso dos bancos aos mercados financeiros.

A turbulência foi igualmente sentida nas bolsas de todo o mundo (ver cronologia). O índice Standard and Poor's 500, após atingir um máximo em Outubro de 2007, entrou numa fase decrescente, que se agravou na sequência da falência

do Lehman Brothers e da apresentação do Plano Paulson (Figura 3.1). Desde o pico, este índice perdeu mais de 40% do seu valor. Durante 2008, o PSI20 perdeu 51,3%.

### ... dos mercados financeiros à economia real

Tal como a descida do preço das habitações, a queda das bolsas reduziu o valor da riqueza, tanto das famílias como das empresas. A queda das bolsas e da habitação tornou mais difícil o acesso ao crédito. Por um lado, os activos que poderiam ser apresentados como garantia perderam valor (e a incerteza quanto ao seu valor futuro aumentou). Por outro lado, as instituições financeiras viram o seu balanço deteriorar-se, sendo a venda de activos (que reforçaria a tendência decrescente das bolsas) e a diminuição da concessão de crédito necessárias para compor o balanço.

A propósito deste desenvolvimento da crise tem sido utilizada a expressão *credit crunch*, significando uma redução do crédito disponível para clientes em condições de o receber. É um facto

que os bancos têm afirmado estarem a ser mais rigorosos na atribuição do crédito (ver Figura 8.5). Esta tendência iniciou-se ainda em 2006 no caso do crédito imobiliário e estendeu-se ao crédito às empresas a partir de meados de 2007. Contudo, nem a actividade de concessão de crédito parece ter caído abruptamente, nem as taxas de juro parecem ter aumentado, como se poderia esperar. Verificou-se alguma diminuição do volume total de crédito aos consumidores, mas apenas desde Agosto de 2008 (ver Figura 8.6). Parece, portanto, que o *credit crunch* é posterior ao início da crise económica. Porém, se olharmos para a emissão de novos títulos de dívida pelas empresas norte-americanas (Figura 8.7) podemos observar uma redução muito forte desde Agosto de 2007, ou seja, desde o início da crise financeira. A esta redução no volume esteve associado o aumento do *spread* discutido acima. Por outras palavras, o *credit crunch* poderá ter-se sentido em certos segmentos do mercado financeiro, e isso terá influenciado o curso da crise e as decisões de política económica, mas não parece ter sido um fenómeno geral, pelo menos até à entrada na segunda metade de 2008.

Se as restrições no acesso ao crédito pelas famílias e empresas só tiverem sido significativas em meados de 2008, então a redução da actividade económica no final de 2007/início de 2008 terá que ser explicada por uma quebra da confiança dos agentes, ou, como lhes chamou John Maynard Keynes (1883-1946), pelos *animal spirits*.<sup>15</sup> De facto, os indicadores de confiança caíram a pique a partir de Agosto de 2007.

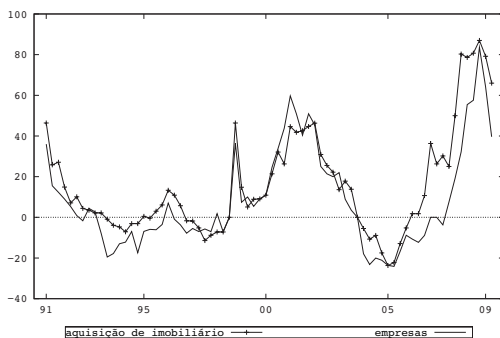


Figura 8.5: Percentagem líquida de bancos norte-americanos que afirmam estar a tornar mais difícil o acesso ao crédito para aquisição de imobiliário e às empresas. Fonte: FED.

<sup>15</sup> Keynes utilizou o termo *animal spirits*, que pode ser traduzido por “estados de ânimo”, para descrever o efeito da incerteza e da confiança nas decisões de investimento das empresas.

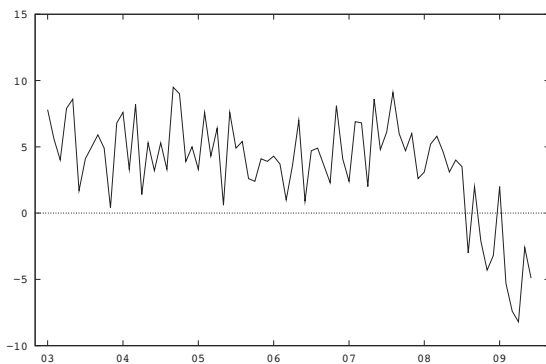


Figura 8.6: Taxa de crescimento anualizada do volume total de crédito aos consumidores nos EUA. Fonte: FED

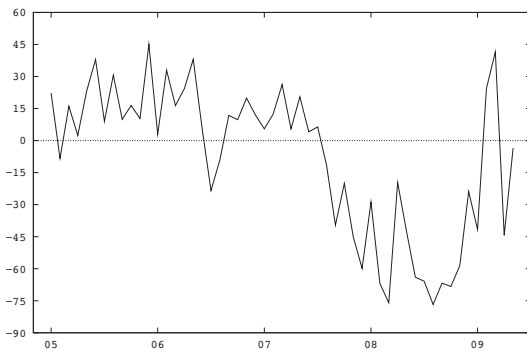


Figura 8.7: Taxa de crescimento homólogo da emissão de títulos pela empresas norte-americanas. Fonte: FED.

## Os números da crise

A incerteza e falta de confiança dos mercados financeiros contagiou as famílias e as empresas, reduzindo de forma drástica o consumo, o investimento e as importações. Como vimos, nos EUA, o investimento residencial privado já vinha a cair desde o início de 2006, estando associado à crise no segmento *subprime*. Já após o início da recessão, as primeiras categorias do PIB a registar taxas de crescimento negativas foram os bens duráveis e o investimento em equipamento e software. Nos bens duráveis, um dos sectores mais afectados foi o sector automóvel, um sector particularmente importante, e simbólico, em países como os EUA, a Alemanha e a França. Segundo os dados do Bureau of Economic Analysis, nos EUA, em 2008, a diminuição das vendas foi de 18%. Na Alemanha, a redução foi de 2%, um número que beneficiou das medidas de estímulo à compra de automóveis.

Na Figura 8.8 é notória a redução do consumo privado na segunda metade de 2008. Esta queda arrastou consigo a queda do PIB, mas houve alguma compensação, no terceiro trimestre de

2008, por parte das despesas públicas e da balança de bens e serviços (ver Figura 8.9). Os dados portugueses apresentaram um perfil semelhante (Figuras 8.10 e 8.11).

Foi também por essa altura, Maio de 2008, que os sinais da crise se começaram a sentir com mais intensidade na Europa e no Japão. Embora durante 2007 se notasse já um abrandamento do crescimento económico face a 2006, foi no segundo trimestre de 2008 que se começaram a observar decréscimos da actividade produtiva (e aumentos do desemprego) na generalidade dos países europeus. Contudo, houve algumas excepções a merecerem destaque: a recessão chegou mais cedo à Islândia (último trimestre de 2007), à Dinamarca, à Estónia, à Irlanda e à Letónia (primeiro trimestre de 2008). Portugal só iniciou uma recessão técnica no terceiro trimestre de 2008, mas já antes disso o crescimento era fraco.

Nas Figuras 8.8, para os EUA, e 8.10, para a economia portuguesa, podemos verificar que os Governos aplicaram desde o início desta recessão o mais importante ensinamento de Keynes: quando a incerteza e a falta de confiança coarctam as de-



cisões de consumo das famílias e de investimento das empresas o Estado deve aumentar a despesa pública para estimular a actividade económica e evitar quedas maiores do produto e o consequente aumento do desemprego.

Embora debilitada pelas dificuldades em coordenar os interesses dos países-membros, a União Europeia avançou, no último trimestre de 2008, com propostas para combater a crise. O Plano Barroso, aprovado em Dezembro de 2008, previa um estímulo orçamental de 200 mil milhões de euros, dos quais 170 a cargo dos orçamentos nacionais e o resto a cargo do orçamento comunitário. O Plano previa despesas na melhoria do funcionamento do mercado de trabalho, empréstimos a empresas através do Banco Europeu de Investimentos, redução da burocracia para incentivar o investimento e investimentos em sectores como infra-estruturas, inovação, ambiente e tecnologia.

Dentro da linha do proposto pela Comissão Europeia, o governo português apresentou várias medidas contra a crise, entre as quais podemos destacar a Iniciativa para o Investimento e o Emprego. Esta iniciativa inclui elementos como a

redução das contribuições sociais, apoios para a integração dos jovens no mercado de trabalho e para a contratação de desempregados.

As medidas anunciadas terão reflexos no saldo orçamental e na dívida pública. Estima-se que o défice orçamental nos EUA e no Reino Unido ultrapasse os 10% em 2009, e que ronde os 6% em Portugal. Apesar dos sinais de recuperação no Verão de 2009, prevê-se que os défices públicos continuem elevados em 2010, para evitar uma recidiva, como ocorreu na depressão dos anos trinta, que só acabou verdadeiramente nos EUA com “o vasto programa de obras públicas conhecido por Segunda Guerra Mundial” (Krugman, 2008, pág.71).

Embora as medidas de estímulo à economia tomadas pela generalidade dos Estados possam ter limitado os efeitos no nível de actividade económica, não impediram o aumento, em muito casos, impressionante, da taxa de desemprego. Nos EUA, de 4,4% no início de 2007, passou para 9,5% em meados de 2009 (ver Figura 8.12). O crescimento do desemprego foi especialmente forte a partir de Maio de 2008. O ponto de viragem na União Europeia também ocorreu no segundo semestre de 2008,

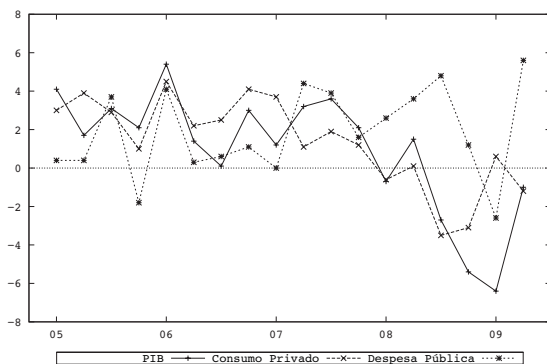


Figura 8.8: Taxa de crescimento real (trimestral e anualizada) nos EUA. Fonte: Bureau of Economic Analysis.

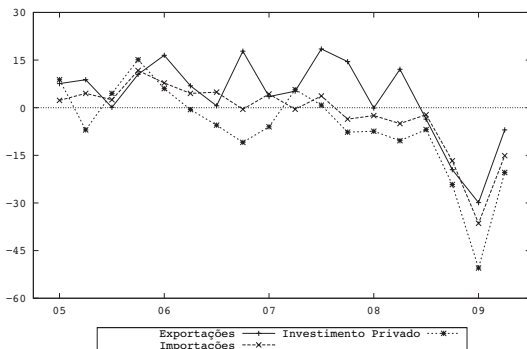


Figura 8.9: Taxa de crescimento real (trimestral e anualizada) nos EUA. Fonte: Bureau of Economic Analysis.

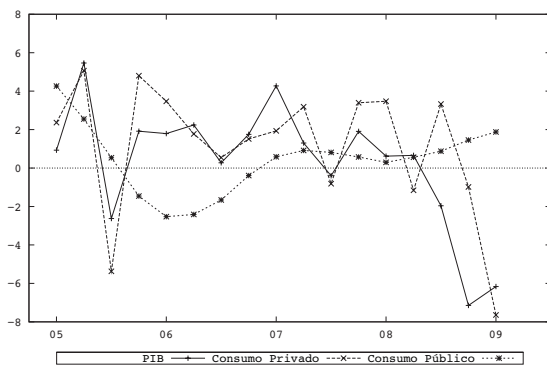


Figura 8.10: Taxa de crescimento real (trimestral e anualizada) em Portugal. Fonte: Banco de Portugal.

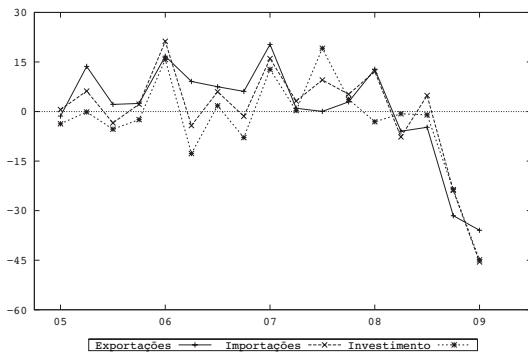


Figura 8.11: Taxa de crescimento real (trimestral e anualizada) em Portugal. Fonte: Banco de Portugal.

destacando-se os aumentos registados nas taxas de desemprego da Irlanda, da Espanha e da Letónia: nos dois últimos, em menos de um ano, a taxa de desemprego passou de valores inferiores a 10% para valores próximos dos 20% (Figura 8.13). Em Portugal, a taxa de desemprego passou de pouco menos de 8% antes da crise para pouco mais de 9%.

A recessão trouxe também consigo a ameaça da deflação. Foi a violência da crise que inverteu a tendência, verificada no início de 2008, de subida acentuada dos preços, embalados pelo preço do petróleo. Nos índices gerais de preços, a ameaça de deflação é visível desde a segunda metade de 2008 (Figura 8.14). Contudo, quando se excluem os elementos mais voláteis, como a alimentação e a energia, a hipótese de deflação não parece tão séria. Como vimos no capítulo 4, a deflação é só na aparência benéfica para os consumidores, uma vez que os danos que ela pode causar nas economias podem ser muito graves. No entanto, alguns economistas têm vindo a chamar a atenção para os possíveis riscos de inflação num futuro próximo, resultantes das grandes injeções de liquidez dos bancos centrais desde Agosto de 2007.

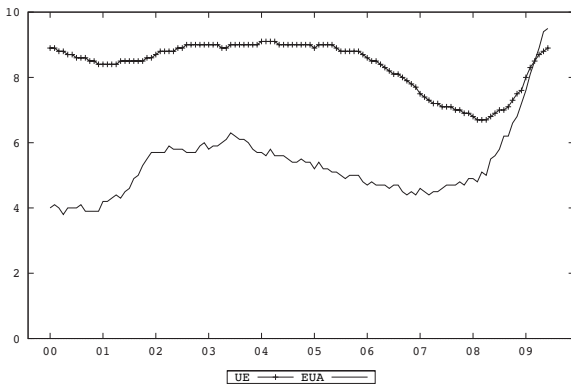


Figura 8.12: Taxa de desemprego. Fonte: Eurostat e Fred.

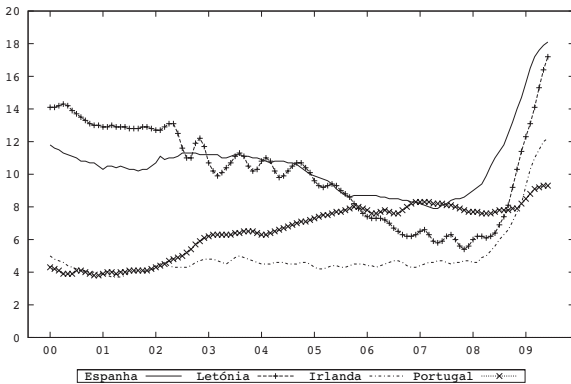


Figura 8.13: Taxa de desemprego. Fonte: Eurostat.

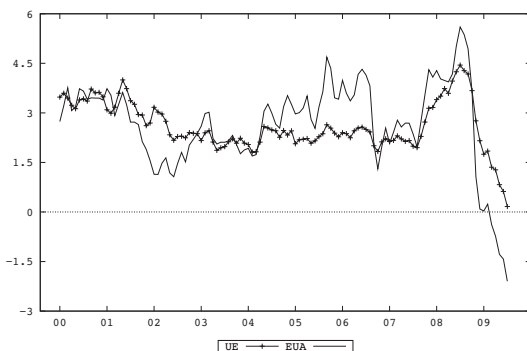


Figura 8.14: Taxa de inflação homóloga. Fonte: Banco Central Europeu e Fred.

## Grande Recessão e Grande Depressão

Uma pergunta que tem estado presente desde o Outono de 2008, quando a crise financeira ganhou proporções inesperadas, é se esta crise será mais grave que a Grande Depressão dos anos trinta. Em Março de 2009, o prémio Nobel da economia de 2008, Paul Krugman, comparou a contracção da produção industrial nos EUA nos meses que se seguiram ao início da Grande Depressão e à crise de 2007 (o início das duas crises é definido como o mês em que se registou o pico da produção in-

dustrial). Os dados para os primeiros doze meses das duas crises mostram que durante a Grande Depressão se verificou uma redução mais rápida e acentuada da produção industrial nos EUA do que durante a crise iniciada em 2007.

No seguimento do paralelo estabelecido entre as duas crises por Paul Krugman e outros economistas, os historiadores económicos Barry Eichengreen e Kevin O'Rourke escreveram um artigo para a revista *Economic Policy* em que discutem as semelhanças entre a evolução do produto industrial, dos preços das acções, do volume de comércio mundial e de variáveis relativas à política monetária e à política orçamental. Da análise dos dados relativos à produção industrial, para a economia mundial, aqueles economistas concluíram que durante os primeiros nove meses das duas crises – tomando como datas de início os meses de Junho de 1929 e Abril de 2008, respectivamente – a variação negativa observada na produção industrial foi muito semelhante. A mesma conclusão é retirada da análise da baixa dos preços nos mercados accionistas e da redução dos fluxos comerciais.



Esta redução dos fluxos comerciais tem sido muito forte, especialmente no Japão (ver Figura 8.15). Portugal não escapou a esta tendência, tendo as exportações diminuído cerca de 10%, quer no quarto trimestre de 2008, quer no primeiro de 2009. Os governos têm evitado a adopção pública e explícita de políticas proteccionistas, apesar das tentações e pressões populistas. Este esforço de contenção tem tido por objectivo evitar a repetição de políticas que têm sido vistas como tendo contribuído de forma decisiva para o aprofundamento da Grande Depressão. A este comportamento não será alheia a apreciação do iene face ao dólar (ver Figura 8.16). Outras moedas tiveram comportamentos diferentes. O euro e a libra inglesa começaram por perder valor em relação ao dólar após o início da fase mais crítica da crise, em meados de 2008, mas registaram uma apreciação em 2009. Outro caso notável é o do renminbi: na fase inicial da crise económica apreciou-se, na segunda fase manteve uma taxa de câmbio face ao dólar praticamente constante.

A dimensão desta crise deve muito à teia que a globalização foi tecendo ao longo das últimas

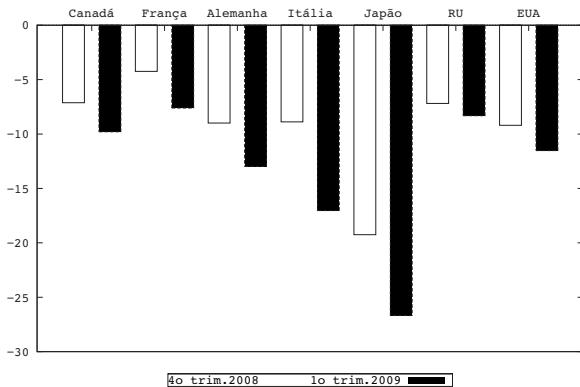


Figura 8.15: Taxa de crescimento trimestral das exportações.

Fonte: OCDE.

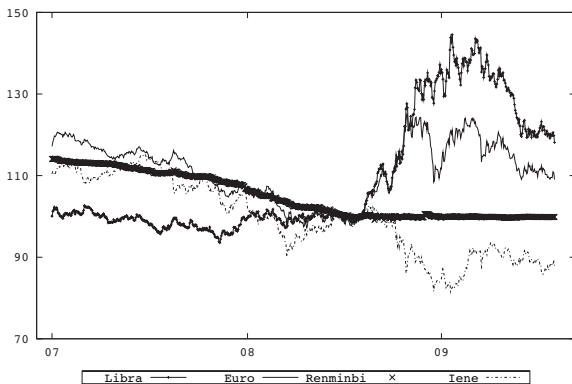


Figura 8.16: Índices da taxa de câmbio ao certo do dólar.

Fonte: Fred.

décadas. Como vimos, os dados norte-americanos são menos negativos que os da Grande Depressão, mas os valores mundiais são iguais ou piores. Uma diferença entre os dois períodos reside na crescente dependência de redes internacionais de fornecedores, com fábricas de todo o mundo a contribuírem para a produção de um bem, que tornou as economias mais interdependentes. A redução dos fluxos comerciais reflecte em parte esta interdependência e é um veículo de transmissão da crise muito importante. Para lá da vertente comercial, a globalização também está associada a um aumento dos fluxos financeiros. Os activos tóxicos produzidos nos EUA e noutros países foram transaccionados com investidores do mundo inteiro. A opacidade das inovações financeiras contribuiu decisivamente para a incerteza e a desconfiança que se instalaram nos mercados financeiros.

Mas o efeito da crise sobre os fluxos comerciais foi sem dúvida excepcional e levou a crise a países que se pensaria poderem estar relativamente protegidos. Nos primeiros meses da crise, os países emergentes registaram um desempenho

menos negativo que aquele aqui apresentado para os países mais desenvolvidos. Muito se discutiu então a existência de uma “desconexão” (*decoupling*) entre os países emergentes e os países mais desenvolvidos, que protegeria os países emergentes das ondas de choque da crise. Será este o tema do próximo capítulo.

## CAPÍTULO 9

### UM NOVO PAPEL PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

“O estatuto financeiro de uma nação desenvolvida é largamente definido por uma capacidade inquestionável para renovar a sua dívida, aparentemente sem limite temporal. (...) Como é que, então, uma nação com um mercado emergente obtém e sustém capacidade de endividamento credível? Primeiro, precisa de criar uma almofada de reservas maior em termos relativos que a de uma nação desenvolvida (...).”

Alan Greenspan, discurso no Institute for International Economics, Outubro de 2001.

“A economia global desconectou-se claramente dos EUA e o crescimento mundial permanece perto dos 4% apesar da ausência de crescimento da procura interna nos EUA. A continuação da expansão no estrangeiro, especialmente nas economias de mercado emergentes, amorteceu o abrandamento e impediu até agora uma recessão nos EUA. Portanto, estamos também a viver o primeiro episódio histórico de conexão invertida, no qual o resto do mundo puxa os EUA em vez do oposto.”

Fred Bergsten, Trade has saved America from recession, *Financial Times*, 30 de Junho de 2008.

## Crescimento e desconexão

O desenvolvimento e o aumento da importância das economias emergentes foram duas das mudanças mais importantes ocorridas na economia mundial nas últimas décadas. De entre as economias emergentes destacou-se o grupo de países

que ficou conhecido como BRIC: Brasil, Rússia, Índia e China. A expansão da actividade económica nestes países tem sido de tal ordem que fazem já parte do conjunto de principais contribuintes para o crescimento da economia mundial. A tendência tem sido para o seu peso aumentar (ver Figura 9.1) e, em 2008, o contributo<sup>16</sup> da China correspondeu a mais de 30% do crescimento mundial em termos reais, o da Índia excedeu os 10%, a Rússia e o Brasil contribuíram com cerca de 5% cada um.

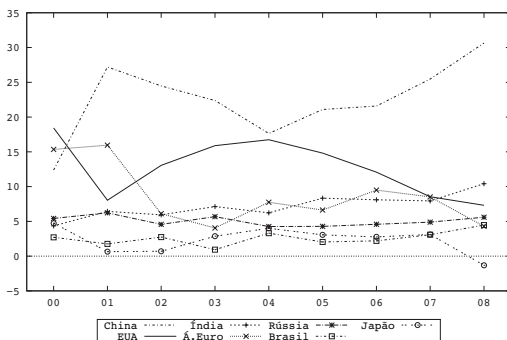


Figura 9.1: Contributo para o crescimento do produto mundial. Fonte: Cálculos baseados em dados do FMI.

<sup>16</sup> Avaliado de acordo com a paridade do poder de compra.

Para além do forte crescimento, a evolução económica dos países emergentes tem sido caracterizada por um aumento do peso do comércio entre os elementos desse grupo. Por exemplo, em 2005, cerca de 50% das exportações das economias emergentes tinham já como destino outras economias emergentes. A robustez do crescimento nos países emergentes, mesmo quando o crescimento nos países mais avançados abrandou, e o aumento da importância do comércio intra-países emergentes contribuíram para o desenvolvimento da tese da desconexão. De acordo com esta hipótese, as economias emergentes seriam agora mais insensíveis, embora não imunes, ao ciclo económico dos países mais desenvolvidos e, em particular, ao ciclo económico dos EUA (Kose *et al.*, 2008).

Esta tese ganhou um número considerável de adeptos, entre os quais estiveram os líderes dos países emergentes. Este facto ajuda a explicar o posicionamento dos dirigentes de algumas das principais economias emergentes relativamente à crise financeira e às medidas que deveriam ser tomadas para a resolver. De facto, até meados de 2008, muitos dos líderes das economias emergentes



ainda acreditavam que a crise financeira, e a crise económica que se lhe seguiu, era fundamentalmente um problema dos EUA. Tinha sido neste país que ela tinha tido a sua origem, seria também este o país que mais sofreria com a crise, e, por isso, era aos EUA que cabia apresentar soluções e suportar os custos do combate à crise; os países emergentes poderiam entretanto prosseguir, quase sem beliscões, o seu caminho de crescimento e desenvolvimento.

Exemplos desta visão são os comentários: do presidente Lula da Silva em Outubro de 2008, “Lá ela é um tsunami; aqui, se ela chegar, vai chegar uma marolinha que não dá nem para esquiar”; do presidente Hugo Chávez na mesma altura, “nós conseguimos desenganchar-nos do sistema capitalista mundial e começámos a construir uma economia nacional sólida, um modelo económico próprio”; do Ministro das Finanças russo, Alexei Kudrin, em Fevereiro de 2008, segundo o qual, no contexto da crise financeira mundial, a Rússia seria vista como uma “ilha de estabilidade”; e do Ministro das Finanças da Índia, Palaniappan Chidambaram, em Março de 2008, “De acordo com a nossa avaliação, o impacto na Índia será de segunda ordem”.

## A importância do comércio

Além da ideia de que a exposição ao *subprime* seria um problema específico do sector financeiro norte-americano, um outro argumento frequentemente apresentado por estes responsáveis para justificarem o seu optimismo quanto ao impacto da crise nos seus países apoiava-se no valor das reservas de divisas que esses países haviam conseguido acumular nos anos anteriores à crise (e posteriores às crises financeiras dos anos 90 e do início do século XXI, que realçaram o risco associado a países com fragilidades no domínio das contas externas). De certa forma, estes países seguiram o conselho dado por Greenspan na intervenção citada no início deste capítulo. A acumulação de reservas resultou, como foi discutido no capítulo 6, de anos de excedentes comerciais, que, aliás, também permitiram reduzir o peso da dívida externa (ver Figura 9.2) e assim contribuir para a diminuição do risco de crises financeiras.

Ora, se é verdade que o peso do comércio destes países com os países mais desenvolvidos

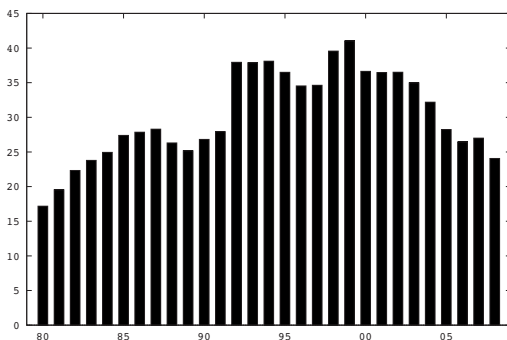


Figura 9.2: Dívida externa dos países emergentes e em desenvolvimento em percentagem do PIB. Fonte: FMI.

diminuiu, também não deixa de ser verdade que esse peso continua a ser significativo (os 50% referidos acima). Assim sendo, não foi de estranhar que o efeito da crise nos países mais desenvolvidos sobre os países emergentes tivesse sido forte. À medida que o ano de 2008 avançava, as sucessivas revisões das previsões de crescimento económico para 2008 e 2009 foram tornando cada vez mais evidente que a crise económica não se circunscreveria às economias dos EUA e europeias. Em particular, no caso da Rússia, os efeitos da redução do preço do petróleo a partir de Julho de 2008 na economia foram muito adversos.

A Figura 9.3 mostra a taxa de crescimento do produto na Índia, na Rússia e no Brasil. É visível a desaceleração no último trimestre de 2008 e, no caso do Brasil e especialmente da Rússia, a queda da actividade económica no primeiro trimestre de 2009. A Índia tem conseguido manter taxas de crescimento positivas, acima dos 4%, embora mais baixas que as conseguidas em anos anteriores. Quanto à China, os dados disponíveis indicam que o crescimento em 2008 terá sido de 9%, menor que os 13% atingidos em 2007, e a previsão para 2009 aponta para uma taxa de crescimento na casa dos 7%. Como foi referido, o principal mecanismo de transmissão da crise aos países emergentes foi o comércio externo. Na Figura 9.4 podemos ver a redução das exportações no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 (no caso da Índia, a redução, ligeira, ocorreu apenas neste trimestre). A dimensão da diminuição das transacções comerciais internacionais nos últimos meses de 2008 surpreendeu até os mais pessimistas.

Estes dados sugerem que a crise demorou mais tempo a chegar aos países emergentes que à Europa, o que manteve por mais algum tempo

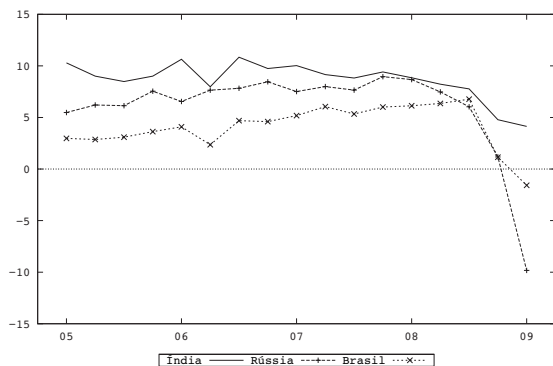


Figura 9.3: Taxa de crescimento homóloga do PIB real.  
 Fonte: Banco Central do Brasil e OCDE.

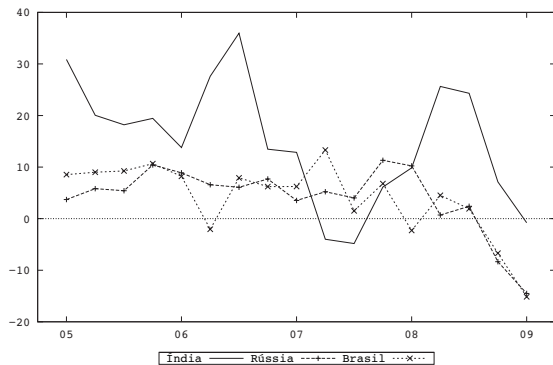


Figura 9.4: Taxa de crescimento homóloga das exportações reais. Fonte: Banco Central do Brasil e OCDE.

a esperança na desconexão dos países emergentes, mas acabou por ter um efeito muito forte em alguns desses países. Especialmente atingidos foram os países asiáticos (excepto, evidentemente, a Índia e a China), cuja especialização na indústria transformadora os tornou mais vulneráveis à redução das trocas internacionais. Além disso, apesar das reservas de divisas acumuladas, os mercados financeiros internacionais parecem ainda não ter esquecido a experiência das crises financeiras que envolveram estes países nos anos 90. O acesso ao financiamento por parte das empresas tornou-se mais difícil e caro. Com efeito, os mercados financeiros de certa forma anteciparam as dificuldades destes países: por exemplo, as moedas destes países, que se vinham em geral apreciando face ao dólar desde 2005/2006, começaram logo no início de 2008 a sofrer depreciações (Figura 9.5), especialmente a moeda da Coreia do Sul, que já não é um país emergente, mas ainda partilha algumas das características destes países. A Coreia do Sul, tal como outros destes países, foi também prejudicada pela subida do preço do petróleo.

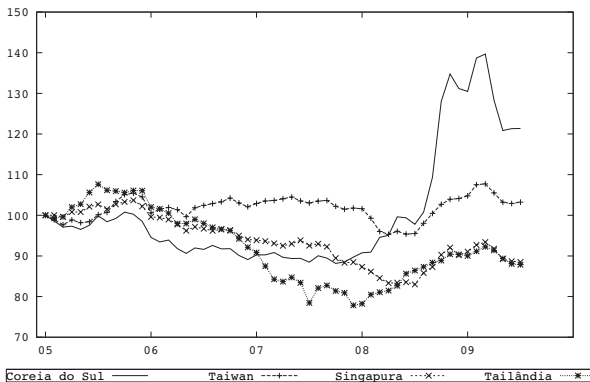


Figura 9.5: Índices da taxa de câmbio ao certo do dólar.

Fonte: Fred.

## Perspectivas heterogêneas

A descrição feita até agora mostra uma grande diversidade no comportamento dos países emergentes. Este grupo pode ser dividido em 3 categorias: os emergentes desenvolvidos, os que possuem mono-economias e os insuficientes. Os países de mono-economia – como, por exemplo, a Venezuela, que importa 70% dos seus alimentos e que prospera quando as suas mercadorias têm

cotação elevada, arriscando um colapso financeiro quando o preço cai – podem começar a enfrentar problemas sérios se não criarem uma infra-estrutura agrícola, industrial ou de serviços, nem aproveitarem convenientemente os anos de cotação alta do seu mono-produto. Quanto mais tempo levarem as suas exportações a recuperar os seus preços internacionais, tanto mais grave será a deterioração dos seus mercados e economia. Nos países emergentes insuficientes, de mono ou poli-economia, a economia sofreu mais do que as dos países emergentes e desenvolvidos. Padecem tais países da perda dos mercados externos, falta de crédito e redução dos preços dos recursos naturais que exportam, quase sempre seus únicos bens de exportação.

Os emergentes desenvolvidos, de rigor, são os BRICs, acompanhados da Argentina e do México, que sofreram na medida do seu maior ou menor envolvimento com os países desenvolvidos. O Brasil, por exemplo, dependia do mercado exterior em 25%, enquanto o México dependia em mais de 50%. À evidência, o impacto negativo no México foi superior ao do Brasil. No Brasil, os estímulos



ao mercado interno compensaram em parte a perda do mercado externo, que se deveu a três factores: falta de crédito, redução do preço das mercadorias e contracção do mercado exportador em resultado da crise internacional. A recuperação, todavia, já aparenta estar em curso em meados de 2009, ajudada por uma política de estímulos fiscais para sectores sensíveis da economia (automóveis, electrodomésticos e outros de grande impacto no consumo) capaz de manter um nível de produção elevado. Por exemplo, venderam-se mais automóveis no ano de 2009 que em 2008, no mercado interno.

Acresce que o Brasil tem uma banca sólida, decorrente de dois factores. O primeiro é ter atrasado a sua entrada na euforia global de criação e investimento nos títulos que acabaram por estar na origem da crise financeira. Em segundo lugar, por mais de metade dos seus activos financeiros serem títulos públicos. É comum afirmar-se, no Brasil, que a banca brasileira vale o que vale o governo. A manutenção de juros elevados, por outro lado, não provocou a fuga de recursos que outros países emergentes conheceram, demonstrando que a

economia brasileira é mais sólida que a da maior parte dos países emergentes.

A Rússia, pela proximidade dos países desenvolvidos, sofreu de forma brutal o impacto da crise internacional. A Índia abrandou o seu ritmo de crescimento, mas recupera com bastante rapidez, o mesmo ocorrendo com a China. Talvez, o factor mais relevante, nesta recuperação dos três componentes não europeus dos BRICS, decorra dos seus respectivos mercados internos, ainda insuficientes e pequenos, se comparados com o dos países desenvolvidos. Quem, num país desenvolvido, pretendia comprar um carro, ante o medo da crise, da recessão e do desemprego, poderá atrasar a compra de 2 a 3 anos. Em países cujo mercado interno é composto de cidadãos que já possuem os principais bens representativos do conforto, o campo do consumo não comporta alargamento ou substituição, e decisões dessa natureza terminam por criar um círculo vicioso: menos vendas, mais desemprego, que geram menos vendas e mais desemprego.

Já nos países emergentes, em que os mercados são insuficientes e o grau de evolução industrial,

tecnológico e de serviços é grande, a perda de determinados mercados não implica redução sensível da produção, pela capacidade de expansão do consumo para áreas antes fora da sua influência. Compatibilizar políticas de estímulos fiscais e creditícios auxilia a conquista de novas áreas, substitutivas, em parte, das áreas já atingidas pelo consumo. Desta forma, Brasil, Índia e China, com mercados ainda a serem desbravados, têm compensado o mercado externo pelo alargamento do mercado interno. China e Índia levam vantagem sobre o Brasil, em face das menores garantias de direitos sociais nesses países. O “*dumping* social” de que são acusadas pode tornar os seus produtos mais competitivos do que os dos outros países.

Teme-se que, em 2009, venha a ocorrer uma invasão de produtos chineses, já com melhor qualidade, no mercado dos países desenvolvidos e emergentes, o que tem levado alguns países a tomar medidas de protecção alfandegária, elevando os direitos alfandegários incidentes sobre as importações chinesas. A invasão dos produtos chineses irá criar problemas de falta de competitividade só compensáveis com tarifas alfandegárias ou barreiras

ras ligadas ao controle do poder económico (leis “anti-dumping”). Aliás, esta tentação proteccionista não é exclusiva dos países emergentes: o plano de recuperação económica proposto pelo presidente Obama incluía uma cláusula proteccionista, “*buy american*”, que no entanto acabaria por ser retirada, sob grande pressão da União Europeia. Mas mesmo na União Europeia há afirmações que podem ser vistas como sugerindo um instinto proteccionista: nas vésperas de se tornar primeiro-ministro, em 2007, Gordon Brown prometeu “empregos britânicos para os trabalhadores britânicos”, frase que trabalhadores britânicos afectados pela crise internacional tomaram como divisa nos seus protestos de Janeiro de 2009.

É possível que o Brasil, a China e a Índia liderem a recuperação das economias emergentes, o que poderá ocorrer antes da recuperação das economias desenvolvidas, prevista apenas para 2010 (ver Figura 9.6). Esta possibilidade decorre de o seu mercado interno continuar a alimentar, independentemente do mercado externo, a recuperação das suas economias. Tal recuperação dependerá, todavia, da sensibilidade dos governos

relativamente ao nível da pressão fiscal e à adequação das políticas de estímulo, acompanhadas de programas sociais geradores de mercado, para que pessoas fora do consumo passem a consumir produtos não colocáveis no mercado externo.

No entanto, é importante retomar a questão da desconexão e relacioná-la com o papel dos países emergentes na economia mundial. Apesar da margem de manobra que estes países possuem, a evolução do seu produto e das suas exportações no final de 2008 e início de 2009 mostrou que a hipótese da desconexão não é verdadeira. É possível que o estímulo da procura interna nesses países possa levar, não só ao retomar do seu crescimento, mas também a exportar algum crescimento para os países mais avançados. Para que esta via para a recuperação da economia mundial se concretize, é necessário aumentar o grau de coordenação internacional entre os decisores de política económica e reconhecer a nova posição, correspondente à actual importância económica, dos países emergentes. As recentes cimeiras do G-20 parecem apontar neste sentido. Na cimeira de Londres, em Abril de 2009, reforçou-se a posi-

ção do FMI, para que possa apoiar eficazmente a dinamização da economia mundial, em particular das suas regiões mais pobres. Discutiu-se um novo sistema de regulação financeira e a reforma do sistema financeiro internacional, a extensão da regulação e a penalização dos paraísos fiscais. O que ficou escrito, “Terminou a era do segredo bancário”, pode ser exagerado em face do que será feito, mas fica o princípio.

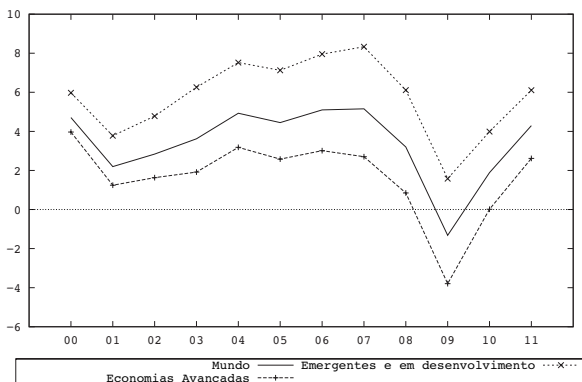


Figura 9.6: Taxa de crescimento real do produto.  
Fonte: FMI.

## CAPÍTULO 10

### CONCLUSÃO

Embora esteja longe de representar o princípio do fim do capitalismo, como alguns se apressaram a dizer, ou a desejar, a crise iniciada em 2007 é uma crise excepcional que suscitou medidas excepcionais: nacionalização ou aquisição de partes do capital de instituições financeiras; injeção de liquidez ilimitada, com os bancos centrais a aceitarem as garantias mais inverosímeis; e défices orçamentais típicos de períodos de guerra. A complexidade e a diversidade das dificuldades que foram surgindo durante a crise financeira e económica – da resolução do problema de falta de confiança e de liquidez nos mercados financeiros desde o Verão de 2007, à coincidência dessas

dificuldades com a aceleração dos preços do petróleo, bens alimentares e matérias-primas durante a primeira metade de 2008, à rápida transmissão da crise financeira à economia real e à sua propagação a toda a economia mundial, com o consequente colapso do comércio mundial no último trimestre de 2008 – colocaram enormes e novos desafios ao Estado, pondo a nu os excessos que foram cometidos, bem como os limites da capacidade de auto-regulação dos mercados. Esta é sem dúvida uma das mais importantes consequências da crise financeira, marcando provavelmente o fim de um período caracterizado pelos movimentos de desregulamentação (e de opção pela não regulação, como vimos) dos mercados de capitais, de trabalho e de bens e serviços.

Também a década de setenta tinha marcado o fim de uma era – a era dourada de cerca de trinta anos de crescimento e estabilidade no mundo ocidental democrático do pós-segunda guerra mundial – caracterizada por um crescente intervencionismo do Estado, pelo peso dos sindicatos que favoreciam a desigualdade no mercado de trabalho entre os que tinham emprego (*insiders*)



e os que não tinham (*outsiders*), e pela redução da parte dos lucros na distribuição do rendimento e o desincentivo à acumulação de capital e consequente desaceleração do crescimento da produtividade. Estas tendências foram tornando evidentes as vulnerabilidades daquele modelo económico e as falhas do Estado. Os tempos eram então propícios ao regresso do espírito do capitalismo e as economias de mercado mostraram, pela primeira vez ao nível planetário, o seu potencial de criação de riqueza. No início dos anos oitenta, o livro de Milton Friedman (1912-2006) *Capitalism and Freedom*, ignorado aquando da sua publicação em 1962, era já um *best-seller* e o seu autor uma estrela mediática. A queda do muro de Berlim, em 1989, eliminou os últimos obstáculos ideológicos aos avanços do liberalismo económico (mesmo na China comunista), que atingiu o seu ponto alto com o famoso Consenso de Washington.

A propósito desta evolução, Milton Friedman disse em 1982: “A mudança de opinião resultou da experiência e não de teorias ou filosofias” (pág. xiii). A crise de 2007 inverteu o sentido do pêndulo: é provável que os recentes excessos e

falhas dos mercados favoreçam por muitos anos o avanço do Estado. O momento mais emblemático desta mudança de opinião foi o das declarações de Henry Paulson, o Secretário do Tesouro, em 14 de Outubro de 2008, quando, com a voz embargada, anunciou o plano do Governo americano para salvar o sistema financeiro. Na sua intervenção, Paulson, antigo CEO do banco de investimento Goldman Sachs, enfatizou o carácter excepcional da iniciativa governamental e o objectivo de proteger a economia de mercado:

“Hoje estamos a tomar medidas decisivas para proteger a economia dos Estados Unidos. Nós lamentamos ter de tomar estas medidas. As medidas que hoje anunciamos não são aquilo que alguma vez tenhamos desejado. (...). Hoje venho anunciar-vos que o Tesouro irá comprar acções de um vasto número de bancos. A propriedade de acções de empresas privadas pelo governo americano é algo a que a maioria dos americanos se opõe – eu incluído.”

O movimento do pêndulo favorece agora o avanço do Estado. No entanto, é importante não esquecer o papel que as falhas do Estado tiveram na crise financeira, bem como no fim da era dourada nos anos setenta.

A inovação financeira permitiu ganhos formidáveis de bem-estar, mas o comportamento das instituições financeiras aumentou, do ponto de vista agregado, o risco na economia, colocando o sistema à beira do colapso. A crescente complexidade do sistema financeiro tornou-o mais opaco para as autoridades de supervisão e regulação, que não conseguiram acompanhar e perceber a crescente sofisticação financeira. Porém, estas autoridades também optaram muitas vezes pela não intervenção, contribuindo para a acumulação dos desequilíbrios que estão na origem da crise financeira. Nesta crise, as falhas do mercado foram também falhas do Estado, pelo menos parcialmente.

(Página deixada propositadamente em branco)

## BIBLIOGRAFIA

- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. Shin (2009). *The Fundamental Principles of Regulation*. International Center for Monetary and Banking Studies e Centre for Economic Policy Research.
- Castro, P. R. e colaboradores (2008). *A Grande Bolha de Wall St.* Fecomercio e SR Rating.
- Eichengreen, B. e K. O'Rourke (2009). A Tale of Two Depressions. Mimeo.
- Ferguson, N. (2009). *The Ascent of Money*. Allen Lane.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago University Press, 2002.
- Galbraith, J. K. (1954). *A Crise Económica de 1929: Anatomia de uma Catástrofe Financeira*. Publicações Dom Quixote, 1974.
- Greenspan, A. (2007). *The Age of Turbulence*. Allen Lane.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave, MacMillan, 1960.
- Kindleberger, C. (2008). *Bubbles*. The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition.
- Kose, M. A., C. Otrok e E. Prasad (2008). Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?, *WP/08/143*, Fundo Monetário Internacional.

- Krugman, P. (2008). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. Allen Lane.
- Leamer, E. (2009). *Macroeconomic Patterns and Stories*. Springer-Verlag, Berlin.
- Miller, M., P. Weller e L. Zhang (2002). Moral Hazard and the US Stock Market: Analyzing the “Greenspan Put”, *Economic Journal*, 112(478), pp. 171-186.
- Popper, K. (1959). *The Logic of Scientific Discovery*. Routledge, 2002.
- Reinhart, C. e K. Rogoff (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *NBER Working Paper 13882*, NBER.
- Shiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Taylor, J. B. (2009). *Getting Off Track – How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press, Stanford University.
- Tett, G. (2009). *Fool’s Gold*. Little, Brown.
- Weber, M. (1920). *A Ética Protestante e o Espírito do Capitalismo*. Editorial Presença, 2001.
- Woodward, B. (2000). *Maestro: How Alan Greenspan Conducts the Economy*. Simon & Schuster.
- Wolf, M. (2009). *Fixing Global Finance*. Yale University Press.
- Zweig, S. (1942). *O Mundo de Ontem: Recordações de um Europeu*. Assírio e Alvim, Lisboa, 2004.

## APÊNDICE

### A CRONOLOGIA DA CRISE\*

#### 2007

##### FEVEREIRO

- (8) Um dos maiores bancos do mundo, o HSBC, anuncia queda dos lucros devido ao aumento das provisões em \$10 mM (mil milhões) para créditos imobiliários duvidosos.
- (27) A Freddie Mac avisa que não continuará a comprar as hipotecas de risco mais elevado, assim como títulos feitos com estas.

##### ABRIL

- (2) A segunda maior instituição no mercado *subprime*, New Century Financial, despede metade (ou seja, 3200) dos seus trabalhadores.

##### JUNHO

- (1) As agências de *rating* Standard and Poor's e Moody's reclassificam para baixo 100 obrigações baseadas em hipotecas.

- (15) Bear Stearns, o 5.º banco de investimento norte-americano, fecha dois fundos de investimento e dois gestores relacionados com aqueles fundos serão acusados de fraude.

## **JULHO**

- (11) Standard and Poor's reclassifica em baixa mais 612 obrigações baseadas em hipotecas.
- (24) Countrywide Financial Corporation, que desde 2000 registou o maior crescimento do crédito hipotecário, informa que se encontra em situação difícil.

## **AGOSTO**

- (5) Morgan Stanley alerta para a possibilidade duma crise na banca espanhola.
- (6) Pedido de protecção ao abrigo da lei sobre falências da American Home Mortgage, que era a 10.ª instituição de crédito hipotecário.
- (9) BNP Paribas suspende os pagamentos de 3 fundos de investimento, que perderam 20% nas 2 semanas anteriores.
- (9) Banco Central Europeu (BCE) colocou no mercado monetário €95 mM e nos dias seguintes mais €108,7 mM.
- (10) As autoridades norte-americanas declaram que colocarão no mercado monetário a liquidez que for necessária.

## **SETEMBRO**

- (4) Taxa de juro praticada entre bancos atinge o seu valor mais elevado desde Dezembro de 1998.
- (14) Governo autoriza o Banco de Inglaterra a conceder crédito ao Northern Rock, o 5.º maior banco inglês no crédito hipotecário.



- (15) Northern Rock pede ajuda urgente ao Banco de Inglaterra e no dia seguinte regista-se uma corrida aos depósitos, a primeira desde 1866.
- (18) FED reduz taxa de juro de 5,25% para 4,75%.
- (19) Banco de Inglaterra vai colocar £10 mM no mercado monetário.

#### OUTUBRO

- (1) UBS é o primeiro do grupo dos 5 maiores bancos mundiais a anunciar perdas devido ao afundamento do mercado do crédito hipotecário *subprime* nos EUA. O seu presidente e o responsável pelas operações demitem-se.

Citigroup, o primeiro banco em termos de rendimento em 2008, anuncia perdas de \$3,1 mM, que duas semanas mais tarde passam a \$5,9 mM e seis meses depois fixam-se em \$40 mM.

- (30) Presidente do Merrill Lynch demite-se depois do anúncio de perdas de \$2 mM e de uma exposição a créditos difíceis de cobrar de \$7,9 mM.
- (31) FED reduz taxa de juro de 4,75% para 4,5%.

#### NOVEMBRO

- (4) Afastamento de Charles “Chuck” Prince, presidente do Citigroup.

Quatro cidades norueguesas entram em crise financeira com perdas equivalentes a \$64 M (milhões) de obrigações criadas pelo Citigroup.

#### DEZEMBRO

- (6) G. W. Bush apresenta plano para ajudar cerca 1,2 milhões de famílias em dificuldades de pagamento das hipotecas.

- (11) FED reduz taxa de juro de 4,75% para 4,25%.
- (13) Autoridades monetárias dos EUA, do Canadá, Reino Unido e Suíça e o BCE acordam conceder o crédito necessário para restabelecer a liquidez nos sistemas bancários.
- (18) BCE concede crédito ilimitado a taxa fixa e não de leilão.

## 2008

### JANEIRO

- (8) James Cayne, CEO do Bear Stearns, é obrigado a demitir-se.
- (9) Banco Mundial anuncia redução do crescimento económico mundial para 2008.
- (11) Bank of America anuncia a compra da Countrywide Financial por 1/6 do seu valor.
- (18) G. W. Bush anuncia plano de relançamento económico de \$150 mM.
- (21-22) Índices CAC40 de Paris e o FTSE100 sofrem as maiores quedas desde o 11 de Setembro de 2001.
- (22) FED reduz taxa de juro de 4,25% para 3,5%, em reunião não prevista, a maior redução dos últimos 25 anos.
- (24) Société Générale anuncia perdas de €4,9 mM em resultado de opera es, ditas, não permitidas do seu operador Jérôme Kerviel.
- (30) FED reduz taxa de juro para 3%.

### FEVEREIRO

- (13) Anunciado plano norte-americano de relanamento económico com custo total para 2008 de \$152 mM.

(15) UBS regista perdas de €7,7 mM no último trimestre de 2007, sendo o banco europeu mais afectado pela crise.

(17) Governo inglês decide nacionalizar o Northern Bank.

#### MARÇO

(5) Carlyle Capital Corporation abre falência.

(11) FED anuncia a criação da Term Securities Lending Facility (TSLF).

(14) FED aprova a operação financeira envolvendo o JPMorgan Chase e o Bear Stearns.

(17) JPMorgan Chase compra o Bear Stearns, pagando por acção \$2. Em Outubro passado as acções eram negociadas a \$117. FED apoia operação com \$30 mM.

(18) FED reduz a sua taxa de juro para 2.25%.

(8) FMI alerta para os efeitos devastadores da crise de crédito subsequente à crise do *subprime*.

(10) Banco de Inglaterra baixa a taxa de juro para 5%.

(30) Primeira queda anual de preços da habitação no RU desde há 12 anos.

#### ABRIL

(30) FED reduz taxa de juro para 2%.

#### JUNHO

(5) FED anuncia a aprovação da operação de compra pelo Bank of America da Countrywide Financial Corporation.

## **JULHO**

- (11) Falência do banco IndyMac, o 7.º banco no mercado hipotecário dos EUA. Trata-se da 4.ª maior falência na história dos EUA e da 2.ª em termos de um banco de poupança.
- (13) Secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, anuncia apoio à Fannie Mae e Freddie Mac, que passarão a ser totalmente controladas pelo Tesouro a 7 de Setembro.
- (30) EUA avançam com um plano de ajuda ao sector imobiliário.

## **AGOSTO**

- (17) FOMC avisa que os riscos de contracção da economia se agravaram substancialmente.
- (23) Ben Bernanke admite publicamente o endurecimento da regulamentação e supervisão financeira.
- (28) Queda de preços de 10,5%, ao ano, da habitação, no RU.
- (30) Chanceler do Tesouro inglês admite que esta é a pior crise dos últimos 60 anos.

## **SETEMBRO**

- (10) Lehman Brothers anuncia uma perda de \$3,9 mM, no trimestre que terminou em Agosto.
  - (14) FED alarga a lista dos activos que podem ser dados em caução e aumenta os montantes envolvidos.
  - (15) Falência do Lehman Brothers e compra efectiva do Merrill Lynch pelo Bank of America.
  - (16) FED votou a manutenção da taxa de 2%.
- FED anuncia pacote de ajuda à seguradora AIG no valor de \$85 mM e governo fica com 80% do capital da seguradora.

- (17) HBOS, o maior banco inglês de crédito hipotecário, foi adquirido pelo Lloyds TSB.
- (18) O Secretário do Tesouro norte-americano, o presidente do FED e o director da SEC discutem soluções para a crise financeira. Ao mesmo tempo os bancos centrais lançam acções concertadas com vista a ceder liquidez.
- (21) Bancos de investimento, Goldman Sachs e Morgan Stanley, passam a ser considerados bancos.
- (25) Presidente francês anuncia que o Estado garantirá a totalidade dos depósitos bancários.
- (28) Gigante bancário e segurador belga-holandês Fortis vê a sua propriedade distribuída pelos governos da Bélgica, Holanda e Luxemburgo.
- (29) Banco inglês Bradford & Bingley é nacionalizado.
- Governo islandês adquire 75% das acções do banco Glitnir, o 3.º banco do país.
- Câmara de Representantes (EUA) rejeita um plano de \$700 mM de ajuda ao sector financeiro. O índice Dow Jones cai 7%.
- Citigroup adquire as operações bancárias do Wachovia, o 4.º banco nos EUA.
- Câmara dos Representantes rejeita legislação que permitiria ao Tesouro comprar activos com problemas às instituições financeiras.
- (30) Governo irlandês declarou que garantirá todos os depósitos nos principais bancos por dois anos.

#### OUTUBRO

- (3) Plano Paulson, no montante de \$700 mM, é aprovado na Câmara dos Representantes.

Wells Fargo avança com uma proposta para a compra do Wachovia.

Autoridade de regulação britânica aumenta para £50 000 o limite dos depósitos segurados.

- (6) Queda de 9,04% do CAC40 na bolsa de Paris, um recorde histórico.

BNP Paribas compra 75% das actividades belgas e luxemburguesas do Fortis, tornando-o no primeiro banco de depósitos da zona euro.

Alemanha e Dinamarca garantem a totalidade dos depósitos nos seus bancos.

Alemanha anuncia um plano para salvar o principal banco do país, o Hypo Real Estate.

Governo islandês anuncia um plano para recuperar o seu sistema bancário.

Governo islandês toma conta do banco Landsbanki, o segundo maior do país e obtém um empréstimo da Rússia de €4 mM.

Governo espanhol anunciou a criação de um fundo de €50 mM destinado à compra de activos bancários de elevado risco e desvalorizados. Trata-se da primeira medida na Europa semelhante às que foram tomadas nos EUA.

- (8) Maior banco islandês, o Kaupthing, obtém empréstimo de emergência da Suécia.

FDIC aumenta a cobertura do seguro de depósito para \$250 000 por depositante.

De forma concertada, os bancos centrais dos EUA, RU, Canadá, Suécia, Suíço e o BCE baixam as suas taxas de juro em 50 pontos base.

Governo britânico anuncia plano de apoio ao sistema bancário.

FED reduz taxa de juro para 1,5%.

- (11) G-7 publica um plano para animar os mercados do crédito.

FED apoia a compra do Wachovia pelo Wells Fargo.

Governo português vai avalizar operações de financiamento de bancos até ao valor de €20 mM.

- (13) Governo britânico passa a dispor de 60% do Royal Bank of Scotland (RBS) e de 40% dos fundidos Lloyds TSB e HBOS.

Operações de cooperação entre bancos centrais continuam.

- (15) Queda nas vendas a retalho nos EUA durante o mês de Setembro.

Dow Jones cai 7,87%, a maior queda percentual desde Outubro de 1987, o FTSE londrino 7,16%, o alemão Dax 6,49% e o CAC40 parisiense 6,82%.

- (24) PNC Financial Services Group Inc. compra o National City Corporation por \$5,2 mM, sendo assim criado o 5.º maior banco dos EUA.

Pela primeira vez em 16 anos, a economia britânica vê o produto cair no 3.º trimestre.

- (29) FED reduz taxa de juro para 1%.

FMI cria um fundo para ajudar países a acederem a trocas no mercado mundial, em caso de dificuldades de liquidez dos mercados bancários.

- (30) Produto americano cai 0,3% no 3.º trimestre.

## NOVEMBRO

- (1) Governo alemão anuncia planos de estímulo à economia no valor de €31 mM.

- (5) Empresa espanhola Promociones Habitat abre falência por incapacidade de amortizar dívida de €2,3 mM.
- (6) FMI aprova um empréstimo de \$16,4 mM à Ucrânia, que enfrenta fortes problemas de liquidez  
Banco de Inglaterra reduz taxa de juro para 3%, a mais baixa desde 1955. BCE reduz taxa de juro para 3,25%.
- (9) China anuncia um plano de estímulo à economia no valor de \$586 mM.
- (10) American Express Company e American Express Travel Related Services Company são aprovadas pela FED como bancos.
- (11) Falências aumentaram 150% desde há dois anos nos EUA.  
Nacionalização do BPN. A gestão do BPN passa a caber à CGD.
- (12) Paulson declara o abandono dos planos TARP e o uso dos 700 mM no aumento da oferta de créditos na economia.
- (14) Recessão na zona euro depois de o produto ter caído 0,2% no 3.º trimestre.
- G-20 reúne em Washington para discutir soluções para a crise.  
Tesouro norte-americano compra \$33,5 mM em acções preferenciais de 21 bancos.
- (18) Administrações da Ford, General Motors e Chrysler defendem, junto do Congresso, acesso à ajuda TARP.
- (20) FMI decide emprestar \$2,1 mM à Islândia, o primeiro empréstimo desde 1976 a um país ocidental.  
Fannie Mae e Freddie Mac suspendem as execuções de hipotecas até Janeiro de 2009.
- (23) Acções do Citigroup caem mais de 60% durante uma semana e o governo norte-americano anuncia um plano de ajuda de \$20 mM em troca de acções preferenciais.



IVA no Reino Unido é reduzido de 17,5% para 15% (de 1 de Dezembro até ao final de 2009).

Banco de Portugal recusa aval ao BPP para obter €750 M.

(26) Comissão Europeia anuncia um plano de recuperação de €200 mM.

(28) Espanha anuncia plano de estímulo à economia. O seguro de depósito é aumentado para €100 000.

#### DEZEMBRO

(1) NBER declara que a economia norte-americana entrou em recessão em Dezembro de 2007.

Banco de Portugal vai nomear uma nova administração no BPP. Seis bancos aceitaram ceder liquidez no valor de €500 M com aval do Estado.

(4) Governo francês anuncia investimentos no sector público e empréstimos aos fabricantes de automóveis.

Banco de Portugal e CGD já forneceram liquidez ao BPN no montante de €435 M.

(5) Tesouro americano compra um total de \$4 mM de participações preferenciais de capital em 35 bancos. Esta será a primeira de muitas operações deste tipo nos meses seguintes.

BCE procede a um decréscimo histórico na sua taxa, de 3,25% para 2,5%. O Banco de Inglaterra havia já reduzido de 3% para 2% (valor apenas registado em 1951).

(13) Primeiro-ministro português anuncia um pacote de apoio à economia, que totaliza €2,180 mM.

(16) FED reduz a sua taxa de juro para um intervalo entre 0,0% e 0,25%, o valor mais baixo de sempre.

(19) EUA anunciam \$17,4 mM em ajudas ao sector automóvel (General Motors e Chrysler).

Tesouro americano aceita emprestar até \$1 B (bilhão) à General Motors.

- (31) FTSE100 fechou com uma queda de 31,3% em 2008, a maior queda desde que foi criado há 24 anos. Outras quedas recorde foram as quedas do CAC40 francês, 42,7%, do Dax de Franqueforte, 40,4%, do PIS20 lisboeta, 51,3% e do Ibex espanhol em 39,4%.

## 2009

### JANEIRO

- (8) Banco de Inglaterra reduz taxa de juro para 1,5%, o valor mais baixo nos seus 315 anos de história.

- (9) A taxa de redução de empregos em Dezembro, 7,2%, foi a mais elevada nos últimos 16 anos nos EUA, e a perda total em 2008 a mais elevada desde a Segunda Grande Guerra.

Empresas portuguesas terão à disposição €4 mM com o novo regime de seguros de crédito à exportação.

- (13) China regista a taxa mais elevada de decréscimo do seu comércio externo da última década.

Chanceler Angela Merkel anuncia um pacote de estímulos no valor de €50 mM.

- (15) BCE reduz taxa de juro para 2%.

Governo irlandês nacionaliza o banco Anglo Irish Bank.

- (16) Tesouro americano anuncia o empréstimo de \$1,5 mM à Chrysler Financial, destinados a financiar a compra de novos automóveis.

- (23) Economia inglesa entra oficialmente em recessão.

- (28) FMI anuncia previsão de crescimento económico mundial negativo para 2009 (-0,5%), o que acontece pela primeira vez desde a Segunda Grande Guerra.

Organização Internacional do Trabalho admite que 51 milhões de postos de trabalho serão perdidos em 2009.

#### FEVEREIRO

- (5) Banco de Inglaterra corta taxa de juro para um valor recorde de 1%.
- (17) Obama assina o plano de estímulo económico, no valor de \$787 mM, com o objectivo criar ou manter 3,5 milhões de empregos.
- (20) BCE anuncia financiamento ilimitado, por tempo indeterminado, em maturidades de 1 semana a 6 meses.

FDIC informa que o número de bancos problemáticos aumentou de 171 para 252, do 3.º para o 4.º trimestre de 2008. Registaram-se 25 falências de bancos em 2008.

#### MARÇO

- (2) AIG bateu o recorde de perdas na história empresarial norte-americana.
- (14) G-20 declara intenção de esforço sustentado para fazer sair a economia mundial da recessão.

FED irá comprar \$1,2 B de títulos de dívida pública e de títulos baseados em hipotecas.

Primeiro-ministro português anuncia que famílias com um membro no desemprego há pelo menos 3 meses poderão adiar em 50% a prestação da casa a pagar ao banco.

- (29) Banco espanhol Caja Castilla la Mancha recebe uma ajuda de €9 mM do governo espanhol para evitar a falência.

## ABRIL

- (2) G-20 obtém um consenso quanto a medidas contra a crise que totalizam \$1,1 B. Fala-se de um novo sistema de regulação financeira e da reforma do sistema financeiro internacional.
- (26) Tesouro anuncia criação de nova legislação de supervisão do sistema financeiro de forma a controlar o risco sistémico.  
  
RU prevê redução do produto para 2009 de 3,5%. FMI prevê na mesma altura 4,1%. A previsão do défice orçamental é superior a 10% do PIB.

## MAIO

- (1) Chrysler declara-se ao abrigo da lei das falências.
- (4) Comissão Europeia prevê que as economias da zona euro poderão cair 4% este ano.
- (6) “Plano E” já injectou mais de €50 mM na economia espanhola, o equivalente a 2% do PIB.
- (8) Tesouro norte-americano e FED, numa análise a 19 bancos que possuem 2/3 dos activos bancários nos EUA, concluíram que 10 bancos deveriam aumentar o seu capital.
- (13) Geithner apresenta proposta para a regulação do mercado de derivados.  
  
Governo português anuncia que pretende comprar a CO-SEC, Companhia de Seguros de Crédito.
- (15) Reino Unido é a primeira grande economia a ver reduzida a sua classificação pela Standard and Poor's. Trata-se da primeira redução desde 1978.
- (27) FDIC anuncia que o número de bancos problemáticos aumentou de 252 instituições seguradas para 305, no primeiro

trimestre de 2009. Neste último trimestre registaram-se 21 falências de bancos.

## **JUNHO**

- (1) General Motors declara-se ao abrigo da lei das falências.
- (9) Desemprego aumenta para 9,2% na Zona Euro e para 9,3% em Portugal.
- (10) Consumo de petróleo caiu em 2008.
- 10 dos maiores bancos pretendem devolver ao Tesouro americano os fundos TARP que receberam em Outubro de 2008.
- (11) No primeiro trimestre de 2009 a economia japonesa caiu à taxa anual de 14,2%.
- (12) FED anuncia que irá alterar as exigências de capital dos bancos.
- (17) FED apresenta uma proposta para reformar o sistema de regulação financeira.

\* Na página da Imprensa da Universidade de Coimbra ([www.uc.pt/imprensa\\_uc/](http://www.uc.pt/imprensa_uc/)) poder-se-á encontrar uma versão mais completa desta cronologia, que também irá sendo objecto de actualização.

Estado da Arte

2

Imprensa da Universidade de Coimbra  
Coimbra University Press  
2009

