



Departamento de Economia Política
Escola de Ciências Sociais e Humanas

A transmissão da crise financeira e económica mundial de 2008 a
Portugal

Nuno Filipe Madeira Alves

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador:
Prof. Doutor Sérgio Lagoa
Professor Auxiliar do Departamento de Economia Política

ISCTE-IUL

Setembro, 2010

Agradecimentos

A realização de uma tese é algo que não pode ser feito de forma individual, e durante o tempo da sua realização foram várias as pessoas que me ajudaram, por isso é que lhes agradeço e deixo aqui o meu agradecimento a essas mesmas pessoas.

Aos meus pais, Manuel e Maria Helena, pois foi graças a eles que cheguei onde cheguei, devido aos valores que me transmitiram ao longo da vida, ao apoio que me forneceram, e às oportunidades que me deram. Tudo isto permitiu que eu conseguisse ultrapassar os obstáculos que foram surgindo ao longo deste percurso da minha vida, daí lhes agradecer profundamente por tudo aquilo que me fizeram.

Ao Professor Doutor Sérgio Lagoa que me ajudou muito através das suas dicas, dos seus comentários, e da sua disponibilidade e acompanhamento nestes últimos tempos. Por isso lhe agradeço por tudo o que fez para me ajudar, pelas informações que me ia fornecendo, por todos os esclarecimentos em relação às dúvidas que me iam surgindo ao longo da realização deste trabalho, e pela revisão cuidadosa que fez do texto.

E, por fim, mas não menos importantes, aos meus amigos e colegas que me apoiaram através da sua amizade.

Mais uma vez agradeço a todos, pois sem a sua ajuda não teria conseguido cumprir com a realização deste trabalho.

Síntese

A realização desta dissertação tem como objectivo a obtenção do grau de Mestre no Mestrado de Economia Monetária e Financeira no ISCTE-IUL. Nesta dissertação pretende-se entender quais as causas da crise mundial de 2008 que estiveram presentes em Portugal e qual o impacto que este sofreu, mais particularmente, no seu sector bancário, sendo necessário para isso perceber primeiro quais foram as principais causas e consequências desta crise. E a escolha deste tema prende-se com o facto desta crise ser considerada uma das mais graves desde a crise do *crash* da bolsa de Nova Iorque de 1929, daí ser importante fazer uma análise desta crise, percebendo o que a despoletou e quais os impactos que teve.

Para entender melhor qual o impacto e qual foi a amplitude que esta crise financeira e económica teve no nosso país e no seu sector bancário, será efectuada uma análise de dados, na qual se irá comparar a situação portuguesa com a UE e os EUA, uma vez que estes são as economias mais importantes do mundo, tratando-se das principais potências mundiais, daí a minha escolha por estas economias. Por outro lado, com a informação recolhida sobre as causas, as consequências e as medidas adoptadas, esta dissertação permitirá também tirar conclusões de como evitar ou amenizar os efeitos de possíveis futuras crises desta natureza.

Palavras-chave: crise mundial; causas e consequências; análise de dados – Portugal, UE, e EUA; medidas adoptadas.

Códigos JEL: F34 e G01.

Abstract

This dissertation aims to obtain Master's degree in Master of Monetary and Financial Economics at ISCTE-IUL. This dissertation aims to understand what the causes of the global crisis of 2008 were present in Portugal and what impact this has, more specifically, in his banking sector, and for that it's necessary to understand first what were the causes and consequences of this crisis. And the choice of this theme relates to the fact that this crisis is considered one of the most serious crisis since the crash of New York Stock Exchange in 1929, then it is important to analyze this crisis, realizing what triggered it and what are the main impacts it had.

To better understand what impact and was the extent this financial and economic crisis had on our country and its banking sector, there will be an analysis of data, in which it'll compare the Portuguese situation with the EU and USA, because this are the major economies of the world, and this is the why I choose this countries. Moreover, with the information collected about the causes, the consequences and the measures taken, this dissertation will also draw conclusions on how to avoid or mitigate the effects of possible futures crises of this nature.

Keywords: global crisis; causes and consequences; analysis of data - Portugal, EU, and USA; measures taken.

JEL Codes: F34 e G01.

Índice

Índice de Gráficos.....	v
Índice de Tabelas	vi
Lista de abreviaturas	vii
Introdução.....	1
1. Metodologia de investigação	5
2. A origem da crise financeira de 2008	7
3. Causas e impactos da crise em Portugal	16
3.1. Análise das hipóteses	21
3.1.1. Hipótese nº 1 - Subprime	21
3.1.2. Hipótese nº 2 - Regulação.....	29
3.1.3. Hipótese nº 3 - Crédito.....	32
3.1.4. Hipótese nº 4 - Especulação.....	40
3.1.5. Hipótese nº 5 - Taxas de juro.....	44
3.2. A economia real	46
3.2.1. Crescimento real	46
3.2.2. Desemprego	48
3.2.3. Défices orçamentais e dívida pública	50
3.2.4. Exportações.....	55
3.3. O sector financeiro	57
3.3.1. Lucros da banca e das seguradoras	57
3.3.2. Rácio de solvabilidade da banca.....	60
4. Medidas anti-crise de curto prazo	63
4.1. União Europeia e Portugal	65
4.2. EUA	66
5. O reforço da regulação e da supervisão	68
5.1. Basileia II	69
5.2. Solvência II	70
5.3. Medidas adoptadas e propostas da UE.....	71
5.4. A reforma da supervisão nos EUA	73
5.5. As propostas dos BRIC	74
Conclusão	76
Anexos	81
Referências bibliográficas	85

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Crédito mal parado em Portugal (milhões de euros)	21
Gráfico 2 - Rácio Crédito Mal Parado/Crédito.....	22
Gráfico 3 - Crédito mal parado dos particulares em Portugal (milhões de euros)	23
Gráfico 4 - Preço da habitação	25
Gráfico 5 - Investimentos das seguradoras por tipos (peso do total)	28
Gráfico 6 - Concessão de crédito em Portugal (milhões de euros)	32
Gráfico 7 - Concessão de crédito dos particulares em Portugal (milhões de euros)	33
Gráfico 8 - Concessão de crédito na UE (pontos base; 1999 - ano base = 100).....	34
Gráfico 9 - Relação entre as TMCA do PIB Real e do Crédito	35
Gráfico 10 - TMCA do Crédito Observada e Prevista entre 1999 e 2007.....	38
Gráfico 11 - Resíduos do Modelo Final (pontos percentuais).....	38
Gráfico 12 - Margens das taxas de juro	39
Gráfico 13 - <i>Credit Default Swaps</i> (por países e por bancos portugueses)	43
Gráfico 14 - Taxas de juro directoras praticadas no início de cada ano	45
Gráfico 15 - Taxas de crescimento do PIB Real	46
Gráfico 16 - Taxas de desemprego em %	48
Gráfico 17 - Défices orçamentais em % do PIB.....	51
Gráfico 18 - Dívida Pública em % do PIB	52
Gráfico 19 - Taxas de crescimento das exportações (variação do trimestre anterior)....	56
Gráfico 20 - Lucros dos 5 principais bancos portugueses (milhões de euros)	57
Gráfico 21 - Lucros de sistemas bancários europeus (variação do ano anterior)	59
Gráfico 22 - Rácio de Solvabilidade dos 5 principais bancos portugueses (em %)	61
Gráfico 23 - Rácio de Solvabilidade de sistemas bancários europeus (em %).....	62

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Outputs do Modelo Inicial.....	36
Tabela 2 - Outputs do Modelo Final.....	37
Tabela 3 - Causas e Consequências da crise em Portugal	77
Tabela 4 - Crédito total concedido (milhões de euros).....	81
Tabela 5 - PIB Real (volume, milhões de euros).....	81
Tabela 6 - PIB Nominal (milhões de euros)	82
Tabela 7 - Rácio Crédito/PIB Nominal	82
Tabela 8 - Taxa anual do desemprego	83
Tabela 9 - Taxas de juro de longo prazo	83

Lista de abreviaturas

BPP – Banco Privado Português
BPN – Banco Português de Negócios
BC – Bancos Centrais
BCE – Banco Central Europeu
BP – Banco de Portugal
BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China
CAPM – Capital Asset Pricing Model
CGD – Caixa Geral de Depósitos
CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Ecofin – Conselho Económico e Financeiro da Europa
EUA – Estados Unidos da América
FED – Reserva Federal dos EUA
FMI – Fundo Monetário Internacional
IA – Imposto Automóvel
IMI – Imposto municipal sobre imobiliário
IMT – Imposto municipal sobre transferências onerosas de imobiliário
IMV – Imposto municipal sobre veículos
INE – Instituto Nacional de Estatística
IRC – Imposto sobre Rendimentos Colectivos
IRS – Imposto sobre Rendimentos Singulares
MMI – Mercado Monetário Interbancário
NBER – National Bureau of Economic Research
ONU – Organização das Nações Unidas
OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PIB – Produto Interno Bruto
PME – Pequenas e Médias Empresas
UE – União Europeia
UEM – União Económica e Monetária
ZE – Zona Euro

Introdução

Esta dissertação tem como objectivo averiguar a seguinte pergunta, quais as causas da crise financeira e económica de 2008 que estiveram presentes em Portugal? Esta ideia surgiu pelo facto de neste período se assistir a uma crise financeira e económica bastante profunda em todo o mundo, sendo considerada a crise mais grave desde o *crash* da Bolsa de Nova Iorque de 1929. Por esta razão, torna-se pertinente verificar se as várias causas da crise também existiam no nosso país. Por isso é que esta dissertação consiste num estudo de um caso, ou seja, consiste num estudo que analisa um caso concreto e específico; e, normalmente, este tipo de estudo consiste em analisar situações ditas ‘anormais’, como é o caso da crise mundial de 2008 que o mundo assistiu. De referir, ainda, que este tipo de estudo tanto utiliza informação quantitativa (análise de dados), como informação qualitativa (respostas dadas à crise).

No entanto, para além da pergunta central, outras subquestões serão analisadas: Se a crise começou nos EUA, então como é que esta afectou Portugal, ou seja, quais foram os mecanismos de transmissão da crise a Portugal? Qual o impacto que a crise teve no mercado bancário português? Portugal sofreu mais ou menos (em termos de várias variáveis) com esta crise e porquê? As respostas tomadas em Portugal foram muito diferentes face a outros países?

A primeira subquestão será respondida através da análise dos artigos. Quanto às duas seguintes, serão respondidas pela análise de dados, na qual se verá para além do impacto em Portugal, o impacto na UE (UE-27 e ZE) e nos EUA, de forma a comparar com a situação portuguesa, e assim concluir onde a crise teve um impacto maior e porquê, pois é expectável que países diferentes sofram amplitudes diferentes da crise, uma vez que as suas economias são especializadas em diferentes sectores produtivos, e em processos de crescimento e desenvolvimento diferentes. Quanto à última questão, esta será seguida nos tópicos das medidas tomadas, nos quais pretende-se perceber quais foram as principais medidas tomadas pelos países referidos acima para fazer face a esta crise, o que pode no futuro fornecer informações, de modo a que seja possível evitar ou amenizar, futuras crises desta natureza. A tentativa de responder a estas questões será o meu contributo para a literatura sobre este tema da actual crise mundial.

A escolha da UE e dos EUA deve-se ao facto de representarem as principais grandes potências mundiais, para além de que a UE é a união a que Portugal pertence, e os EUA por terem sido onde tudo isto se originou. Dentro da UE, de forma a comparar com Portugal na análise de dados, será destacado o Reino Unido (Europa anglo-saxónica), França e Alemanha (Europa Central), e Espanha (Europa do Sul), pelo facto de representarem diferentes tipos de realidades dentro da UE. A escolha destes países/uniões prende-se, também, com o facto de tentar perceber como é que a crise afectou cada um deles, pois, por serem realidades distintas, é normal que o impacto ou que a amplitude desse impacto seja diferente.

Passando à informação recolhida, irei utilizar os níveis de crédito mal parado (mensais), especificando por tipos de crédito dos particulares e utilizando o rácio crédito mal parado/crédito; o preço da habitação (anual); a existência de produtos financeiros tóxicos nos bancos portugueses (informação qualitativa); a apresentação de alguns escândalos financeiros provocados pelas falhas de supervisão (informação qualitativa); os investimentos das seguradoras por tipos (anuais); os níveis de concessão de crédito (mensais a nível nacional e anuais a nível europeu), especificando por tipos de crédito dos particulares e utilizando a relação entre as TMCA do Crédito e do PIB real; os níveis dos *spreads* (semestrais); a situação das vendas a descoberto em Portugal (informação qualitativa); os níveis dos *credit default swap*, por países (trimestrais) e por bancos portugueses (semestrais); as taxas de juro directoras (a praticada no início de cada ano); as taxas de crescimento real (anuais); a taxa de desemprego (mensal); os défices orçamentais e a dívida pública (anuais); a taxa de crescimento das exportações (trimestral); os lucros da banca (anuais) e das seguradoras (informação qualitativa); e o rácio de solvabilidade da banca (anual).

Quanto à pesquisa bibliográfica do tema sobre a origem e as causas desta crise, utilizou-se o texto do autor Leão (2009), e os artigos dos autores Gontijo (2008); Cintra e Farhi (2008); Kashyap, Rajan e Stein (2008); Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008); e Krugman (2009). O texto de Leão basicamente apresenta a grande origem da crise em análise (o rebentar da bolha do *subprime* devido ao elevado incumprimento de prestações de créditos de elevado risco), e como esta se propagou para a economia real e para o resto do mundo (mecanismos do comércio e dos produtos financeiros tóxicos). Passando aos artigos, no primeiro, Gontijo (2008) apresenta um resumo de ideias de vários autores: Gorton (2008), Danielsson (2008), Mizen (2008), Persaud (2008), Fischer (2008), Wyplosz (2008), Cecchetti (2008) e Cintra e Cagnin (Dez. 2007). Os três primeiros salientam, essencialmente, a falta de informação

correcta como causa da crise, isto é, acusam os erros de cálculo do risco dos activos. Já Persaud (2008) acusa, principalmente, a falta de supervisão; enquanto que Fischer (2008) acusa o *boom* de crédito conjugado com as técnicas financeiras usadas.

Quanto a Wyplosz (2008), este acusa as expectativas, uma vez que considera que não era expectável uma crise de tal magnitude. Cecchetti (2008), por sua vez, considera que a crise se deveu a um risco sistémico, ou seja, deveu-se à entrada do mercado de habitação na fase descendente do seu ciclo de vida, conjugada com outros factores, dos quais se destaca a especulação. Depois é apresentada, a liberalização dos mercados financeiros também como causa, pelo próprio Gontijo (2008). E, por último, Cintra e Cagnin (Dez. 2007) apresentam o *global shadow banking system* como um dos factores que deu origem à crise, o qual é desenvolvido no segundo artigo. No terceiro artigo referido, verificou-se que os respectivos autores acusam os problemas de gerência nos bancos e a elevada alavancagem de curto prazo. Quanto ao quarto artigo, os autores apresentam a prática de baixas taxas de juro por parte do FED e do Banco Central do Japão. E, em relação ao quinto e último artigo, Krugman (2009) analisa o porquê dos economistas terem falhado no seu papel de prever e antecipar esta crise.

Já em termos dos resultados obtidos, concluiu-se então que o principal mecanismo de transmissão para Portugal foi o do financiamento externo, por causa da desconfiança existente no MMI devido aos produtos financeiros tóxicos; que no sector bancário português, verificou-se que o nível de lucros não foi afectado de forma significativa, que os *spreads* dos empréstimos concedidos aumentaram, bem como os *spreads* dos CDS emitidos pelos bancos; e, que Portugal apresentou um desempenho razoável na evolução da taxa de crescimento do PIB Real, na taxa do desemprego e na taxa de crescimento das exportações.

O facto dos preços da habitação em Portugal não estarem sobrevalorizados em comparação com outros países; das seguradoras portuguesas investirem em activos de baixo risco; do não impacto directo dos produtos financeiros tóxicos; e do impacto reduzido das fraudes financeiras nacionais no sistema financeiro português; tudo isto fez com que a crise tenha tido um impacto menor em Portugal (crescimento económico, exportações e desemprego), por não ter uma presença significativa ou até mesmo nula das suas causas, apesar do *boom* verificado na concessão de crédito, do aumento do rácio de incumprimento (que não foi significativo), e do baixo rácio de solvabilidade. Já a nível da evolução orçamental e da dívida pública,

Portugal teve um pior desempenho (mas não o pior), registando valores muito elevados, o que deriva das medidas de apoio às empresas, bancos e famílias para fazer face à crise.

Após perceber qual será a grande questão desenvolvida nesta dissertação e os dados a serem usados, bem como as principais respostas obtidas com este estudo, é necessário apresentar a sua estrutura, a qual será composta essencialmente por cinco grandes partes. Numa primeira parte, será apresentada a metodologia utilizada para a realização desta tese. Na segunda parte, será apresentada a origem da actual crise financeira e económica, bem como um resumo das principais ideias de vários autores sobre o tema. A terceira parte será a apresentação dos principais impactos que esta crise teve nos países e uniões já referidos, a vários níveis (financeiro, económico, e social), percebendo quais as causas presentes no nosso país. Numa quarta e quinta parte, serão enumeradas as principais respostas dos Governos e dos Bancos Centrais, tanto a curto, como a médio-longo prazo, respectivamente. Por último, serão resumidas as principais conclusões obtidas com a realização deste trabalho na “Conclusão”.

1. Metodologia de investigação

Neste tópico, vou falar sobre a metodologia utilizada na dissertação. Em primeiro lugar, em termos da origem e de outras causas que despoletaram esta crise mundial, estas foram feitas através de pesquisas de artigos, de modo a que se tenha uma percepção simples, clara e exacta sobre o tema em questão. Depois, quanto à análise de dados, o objectivo será ter uma ideia mais clara sobre que causas estiveram presentes no nosso país e quais as consequências que a crise teve na nossa economia, especificamente no nosso sector bancário. E, como o objectivo passa também por comparar o impacte em Portugal com o impacte que se deu na UE e nos EUA, os dados serão recolhidos nas instituições de estatísticas respectivas, isto é, serão utilizadas bases de dados do BP, da CMVM, do ISP, do EuroStat, do Bank of England, do BCE, do FED, do FMI e da OCDE.

Por último, as informações sobre as respostas de curto e médio-longo prazo, dadas pelos Governos e pelos bancos centrais para fazer face à crise, foram pesquisadas através do método *Scanning*, que inclui inúmeros processos. Neste caso, utilizarei o *Environmental Scanning*, e segundo Choo (2001), este processo consiste em adquirir e usar informação sobre eventos, tendências, e relações no ambiente externo das instituições, ou seja, como as instituições são influenciadas pelo seu ambiente envolvente, torna-se importante perceber melhor como é que estas forças externas as afectam, e dessa forma as instituições podem criar respostas mais eficazes, assegurando ou melhorando a sua posição no futuro. No caso desta dissertação, as instituições dizem respeito aos Governos e aos Bancos Centrais.

Com isto, pode-se concluir que o *scanning* tem, como principais objectivos, diminuir a surpresa estratégica, identificar as ameaças e as oportunidades, ganhar vantagens competitivas e melhorar o desempenho, a qualidade da decisão e os processos de planeamento. Para além disso, é necessário referir que existem diferentes técnicas de fazer *scanning*, pois estas podem ser mais ou menos interactivas, mais ou menos ‘pesadas’, ou ainda mais quantitativas ou mais qualitativas. Segundo Gordon e Glen (s/ data), temos, como exemplos, as fontes dos grandes investigadores sobre o respectivo tema, a revisão e o trabalho com bases de dados, as pesquisas na internet, a revisão e o trabalho com publicações, os ensaios sobre questões específicas realizados por investigadores, o *tracking* de ‘pessoas-chave’, e a monitorização de conferências. No caso desta dissertação, a aplicação deste processo será o recolher informação sobre as causas desta crise, de modo a que no futuro não se volte a cometer os mesmos erros,

e por outro lado, sobre as respostas dadas a esta crise mundial, de modo a antecipar e evitar possíveis futuras crises desta natureza, nomeadamente a informação das medidas de médio-longo prazo. Particularmente pretende-se através disto saber como Portugal respondeu a esta crise financeira, comparando-o com a UE e com os EUA.

2. A origem da crise financeira de 2008

Neste tópico pretende-se sintetizar as ideias principais de vários autores referentes à origem e às causas desta crise. E para isso vai-se usar um texto escrito por Leão (2009), e cinco artigos, o do Gontijo (2008); o de Cintra e Farhi (2008); o de Kashyap, Rajan, e Stein (2008); o de Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008); e o de Krugman (2009).

Mas antes de apresentar as ideias dos diferentes autores, é importante referir porque é que a concessão de crédito e o preço do imobiliário cresceram tanto nos EUA no período antes da crise, uma vez que estes factores prendem-se com a origem desta crise. Basicamente são quatro os factores que explicam isso: as baixas taxas de juro praticadas após a crise do *Dot.com* em 2000/2001, facilitando assim o acesso ao crédito; a titularização das dívidas, a qual permitia os bancos retirarem os riscos dos seus balanços e assim concederem mais crédito; muito investimento vindo do exterior, nomeadamente da Ásia e da OPEP (elevado crescimento das economias emergentes, e o elevado preço do petróleo); e, por último, o optimismo que existe em períodos estáveis, ou seja, os bancos ‘relaxam’ mais na concessão de crédito.

Passando aos autores, de acordo com Leão (2009), a crise financeira e económica a que o mundo assiste em 2008, teve origem na esfera financeira, e tudo começou nos EUA devido aos elevados níveis de incumprimento nos pagamentos das prestações bancárias, mais concretamente no segmento do *subprime*, o qual é composto por clientes que já tinham um passado de não cumprirem com as suas obrigações para com os bancos. Ou seja, deveu-se à elevada concessão de crédito e ao elevado risco. O incumprimento começou a acelerar em inícios de 2007 e em Dezembro desse mesmo ano¹, os EUA tinham entrado em recessão, segundo o NBER. No entanto, o aumento do incumprimento das dívidas bancárias não prejudicou só os resultados das instituições financeiras, mas também fez com que o preço do imobiliário e dos títulos ligados às dívidas caísse.

Em relação à queda do preço do imobiliário, esta foi devida ao facto destes servirem como garantia bancária (colateral) nos empréstimos à habitação, e por causa do aumento do incumprimento das prestações, os bancos viram-se ‘obrigados’ a tomar posse e a vender esses

¹ Informação consultada em Isidore (2008).

activos imobiliários, originando assim um excesso de oferta no mercado imobiliário, e causando a queda do preço da habitação nos EUA. Isto teve como consequência a explosão da bolha especulativa que existia no mercado da habitação, e isso fez com que as famílias norte-americanas se sentissem mais pobres, uma vez que estas investem muito as suas poupanças neste mercado, e por isso diminuíram o seu consumo, levando desta forma à diminuição da procura agregada².

Quanto à titularização das dívidas, os bancos titularizavam os créditos de alto risco que concediam, ou seja, transformavam esses créditos em títulos, os quais posteriormente eram vendidos a instituições financeiras americanas, europeias e asiáticas. Mas devido ao aumento do incumprimento desses créditos, o valor desses títulos caiu para zero, o que levou a uma avalanche de falências e de quebras de lucros de instituições financeiras em todo mundo, daí estes títulos passarem a ser chamados de produtos financeiros tóxicos. Estes produtos criaram desconfiança no mercado financeiro internacional, devido ao facto de ser desconhecida a sua exacta localização, logo os bancos ficaram receosos de emprestar uns aos outros no MMI, pois a qualquer momento podiam entrar em falência e não cumprirem com as suas obrigações.

Mas se tudo isto se originou nos EUA e, em particular, no sector financeiro, como é que se propaga para a economia real, e para o resto do mundo? Devido a dois factores já referidos, à redução do consumo e aos produtos tóxicos. Ao reduzirem o consumo, os norte-americanos diminuíram as vendas das empresas norte-americanas, as quais por sua vez diminuíram a sua produção e os seus investimentos, e despediram trabalhadores, o que levou a que a procura agregada voltasse a diminuir. Tudo isto conjugado com as quebras no mercado financeiro, causadas pelos produtos tóxicos, agravou a situação dos mercados accionistas, uma vez que as empresas perdem valor, e como os norte-americanos investem as suas poupanças, não só no mercado imobiliário, mas também no mercado accionista, logo sentiram-se ainda mais pobres, reduzindo ainda mais o seu consumo, e levando de novo à redução da procura agregada (ciclo vicioso, chamado de canal da riqueza da política monetária). E, assim, se percebe como a economia real dos EUA é afectada.

Por os norte-americanos serem consumidores de produtos provenientes de todo o mundo, em particular, da Europa e da Ásia, significa que ao reduzirem os seus consumos, diminuem, não

² Composta pelas componentes do consumo, investimento, gastos públicos, exportações e importações.

só as vendas das empresas norte-americanas, mas também as das empresas que exportam para os EUA, as quais reagem da mesma maneira que as empresas americanas, percebendo-se assim como a crise afectou o resto do mundo. Mas a propagação para o resto do mundo também se deveu à desconfiança existente no MMI, pois esta levou a que os bancos deficitários de reservas passassem a ter dificuldades em contrair empréstimos, o que teve como consequência a redução da concessão de crédito às famílias e empresas. Também os bancos excedentários reduziram a concessão de crédito a estes agentes, pois tiveram receio da falência de empresas e do despedimento dos trabalhadores.

Em termos das quebras no mercado accionista, a situação agravou-se com a falência do banco de investimento Lehman Brothers no dia 15 de Setembro de 2008³, o que gerou pânico nos mercados financeiros, pois os agentes aperceberam-se que até mesmo instituições de grande renome podiam ir à falência, levando assim a grandes quebras nos mercados accionistas de todo mundo, o que representa mais uma consequência destes produtos tóxicos. A queda das acções da American International Group Inc. (AIG), a maior empresa seguradora dos EUA, em cerca de 61% no dia seguinte⁴ é um exemplo disso. E, apesar do Lehman Brothers não ter sido salvo pelo governo dos EUA, algumas instituições em processo de falência por causa dos produtos tóxicos, foram salvas pelos seus respectivos governos, como é o caso do banco de investimento Bear Sterns e os bancos de crédito imobiliário Fannie Mae e Freddie Mac nos EUA, e o banco Northern Rock no Reino Unido.

Passando aos artigos seleccionados, Gontijo (2008) resume as ideias de vários autores. Este artigo afirma que esta crise era previsível de ocorrer, segundo alguns autores, como o caso do Martin Feldstein, Ned Gramlich, Stephen Roach, Bill Rhodes, Nouriel Roubini e Bob Shiller. No entanto, a maioria dos economistas norte-americanos e europeus acreditavam na teoria do FMI de que era possível evitá-la. Esta teoria baseava-se no histórico das crises financeiras dos fins da década de 1990, as quais foram devido a desequilíbrios macroeconómicos ou a sistemas financeiros inconsistentes, o que significa que se ocorresse agora uma crise, esta ia dar-se por causa dos contínuos défices dos EUA, o que poderia levar à desvalorização do dólar, a qual poderia aumentar o consumo nos outros países de produtos provenientes dos EUA por estes terem ficado mais baratos, e este aumento de consumo pode gerar pressões inflacionistas em todo o mundo.

³ Informação consultada em Duarte (2009 b).

⁴ Informação consultada em UOL Economia (2008 a).

Mas após o rebentar da bolha do *subprime*, a política monetária expansionista praticada entre 2004 e 2007 pelo FED, foi apontada como causa da crise, pois esta levou a um *boom* financeiro no mesmo período, e este por sua vez levou a um relaxamento progressivo das condições da concessão de crédito no *subprime*, ou seja, pressão para que o *spread* baixasse. Mas Dell’Ariccia, Igan e Laeven (2008) não consideram que esta política expansionista esteve na origem desta crise, pois afirmam que nem todas as crises financeiras são seguidas por um *boom* de crédito, e que nem todos estes são seguidos por crises bancárias. E estes autores justificam isso através de dois factores. Por um lado, esta política monetária foi uma reacção à desaceleração da economia dos EUA, entre 2000 e 2001, resultante do rebentar da bolha do *Dot.com* e do atentado do 11 de Setembro; e, por outro, consideram que a subida das taxas de juro de 1%, em Julho de 2003, para 5,25% passados três anos, por parte do FED, pode ser uma das causas da crise, afirmando que este contribuiu para a queda do mercado da habitação.

Perante isto, estes autores afirmam que é preciso procurar outras causas da crise, e as ideias que mais se destacam neste artigo são a de Gorton (2008), de Danielsson (2008), de Mizen (2008), de Persaud (2008), de Fischer (2008), de Spaventa (2008), de Wyplosz (2008), de Cecchetti (2008), e de Cintra e Cagnin (Dez. 2007). A hipótese de Gorton assenta na ideia de que esta crise deve-se à ausência de informações correctas, como o caso da localização e da dimensão dos riscos dos activos financeiros ligados ao mercado *subprime*. Também Danielsson assenta na ideia de que a crise se deve à qualidade da avaliação de risco dos SIV (*Structured Investment Vehicles*)⁵. E, Mizen (2008) também defende a ideia de que a crise do *subprime* se originou devido a erros no cálculo de risco dos títulos associados ao mercado imobiliário.

Já Persaud (2008), defende que o problema se deveu à falha de supervisão causada pelo uso de modelos de risco altamente sensíveis à variação dos preços, os quais se baseavam na hipótese de reacção individual mas, na realidade, os diversos agentes têm a mesma reacção. Por exemplo, no caso de expectativa de descida do preço de um dado activo, os agentes vão procurar desfazer-se desse activo, levando a um excesso da sua oferta e a uma grande quebra do seu preço. Também defende a ideia de que as seguradoras passaram a investir em produtos

⁵ Entidades “jurídicas” que assentam na estratégia de pedir dinheiro através da emissão de títulos de curto prazo a juros baixos, e depois emprestar esse mesmo dinheiro através da compra de títulos de longo prazo a juros mais altos, sendo que a diferença seria o lucro para os investidores. E por causa da contínua renovação dos activos, estes produtos tornaram-se poucos transparentes, levando a que estes deixassem de existir desde finais de 2008.

de maior risco, para que dessa forma pudessem fazer face às suas obrigações, só que com isso passaram a ter maior probabilidade de obterem elevadas perdas. Fischer (2008), por sua vez, combina o *boom* de crédito irracionalmente volumoso com as técnicas financeiras usadas, as quais levaram à criação de instrumentos financeiros complexos, cujo risco era subestimado ou incompreendido; que alimentaram um *boom* habitacional que levou à formação de uma bolha especulativa neste mesmo mercado; e, que conduziram a uma insustentável redução do prémio de risco em escala mundial.

No entanto, Spaventa (2008) questiona estas explicações, pois considera que estas não explicam como é que a crise do *subprime* afecta os restantes activos financeiros, mesmo aqueles que eram relativamente imunes ao risco de crédito. Por outro lado, Wyplosz (2008) observou que a maioria das instituições financeiras deveria ter sido capaz de absorver as perdas envolvidas, pois verificou que a soma dos empréstimos *subprime* com as hipotecas ditas normais acabam por não totalizar um valor demasiado elevado. O problema reside então em não ter sido expectável uma crise desta magnitude, pois como se sabe os agentes têm em conta as expectativas na tomada das suas decisões, logo se não foi expectável não foi possível tê-la evitado. Concluiu, ainda, que os títulos ligados às dívidas do *subprime* não transferiram o risco de crédito dos bancos para o mercado após a crise, pois este permaneceu à mesma nos bancos, os quais tiveram de absorver esses títulos, devido a duas razões. Por um lado, porque estes deixaram de ter saída no mercado, e, por outro, os bancos não queriam perder prestígio junto dos seus investidores e depositantes.

Cecchetti (2008), por sua vez, afirma que a crise se deve a um risco sistémico, ou seja, deve-se à entrada do mercado da habitação na fase descendente do seu ciclo de vida (reventar da bolha deste mercado e o atingir da sua maturidade), conjugada com outros factores, dos quais se destaca os seguros, os quais deviam ter garantido o grau de investimento das hipotecas titularizadas; o elevado grau de alavancagem dos diferentes agentes do mercado financeiro; e, as densas relações especulativas baseadas em outros instrumentos no mercado de *hedge* (sem risco).

Depois, o próprio Gontijo (2008) refere a liberalização dos mercados financeiros como um factor agravador da crise, a qual foi gradual e que consistiu na eliminação de diversas regras, das quais se destacam a do controlo de fluxos de capital internacional; a dos limites impostos à expansão do crédito; a da transparência na gestão dos negócios nos mercados de capitais; e,

a da segmentação do mercado financeiro dos EUA, a qual inibia o alastramento para outros segmentos do sistema financeiro caso surgisse uma crise num deles. Por último, Cintra e Cagnin (Dez. 2007) falam num nicho altamente arriscado mas bastante rentável nos mercados financeiros, o chamado *global shadow banking system*. E os mesmos concluíram que esta crise financeira mostrou que a dispersão do risco não o reduz em termos sistémicos, ou seja, que num contexto de mercados financeiros liberalizados e interdependentes, a crise de um determinado mercado arrasta necessariamente consigo o resto do sistema financeiro.

No segundo artigo, Cintra (o mesmo que acima referido) e Farhi (2008), desenvolveram o factor *global shadow banking system*. Este sistema, segundo McCulley, o director executivo da Pimco (maior gestora de investimentos do mundo), é um sistema composto por agentes envolvidos em empréstimos de elevado risco, e que não têm ou não tinham acesso aos seguros de depósitos⁶ e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesta definição, enquadram-se os SIV; as seguradoras; os grandes bancos de investimentos independentes (*brokers-dealers*); os *hedge funds*; os fundos de investimentos; os fundos *private equity*; os fundos de pensão; e, ainda, os bancos regionais especializados em crédito da habitação (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas⁷ (Fannie Mae e Freddie Mac) dos EUA. De referir, ainda, que estes agentes não estavam sujeitos às normas do Basileia II. Mas como é que estas instituições agravaram a crise?

Segundo estes dois autores, os bancos procuraram diversas formas de retirar os riscos de crédito dos seus balanços, com o objectivo de aumentar as suas operações sem terem de cumprir com os requisitos mínimos de capital impostos pelo Basileia II. Dentro dessas formas, destaca-se o refúgio no mercado de derivados, de modo a se protegerem do risco de crédito; e, a titularização dos títulos associados às dívidas de crédito. E isto apenas foi possível porque outros agentes estavam dispostos a assumirem o risco destas operações, em troca de um retorno que na altura parecia elevado. Estes agentes formariam então o chamado *global shadow banking system*.

E, perante este conceito torna-se pertinente colocar duas questões: Porque razão os bancos e as agências de *rating* cometeram os erros que cometeram? Qual o incentivo que os bancos tinham em conceder crédito a agentes que não tinham capacidade para pagar? Pode-se

⁶ Sistema que tem como objectivos a protecção dos depositantes e contribuir para a estabilidade financeira.

⁷ Agências criadas com o objectivo de fornecer liquidez ao mercado imobiliário norte-americano.

verificar então que o problema central reside numa questão de incentivos. Isto significa que os bancos comerciais concediam os créditos e titularizavam-nos, ou seja, criavam títulos com base nesses créditos para que depois pudessem vendê-los aos investidores, dividindo assim o risco pelos diversos investidores (daí esta operação também ser conhecida como securitização) e retirando os riscos dos seus balanços, tal como se viu ainda agora.

Com esta prática, os bancos deixaram de ter incentivo para fazerem uma análise cuidadosa do risco de crédito, pois os bancos de investimento que realizam estas operações ganham pelo seu trabalho, o que faz com que tenham incentivo em fazer muitas operações deste tipo, ou seja, o seu objectivo é a quantidade e não a qualidade desses títulos. Quanto às agências de *rating*, estas são pagas pelos bancos de investimento, o que significa que também ganham com estas operações, logo têm todo o interesse em dar bons *ratings* aos títulos. Um outro facto é que este sector de *rating* sofre de uma baixa concorrência, o que faz com que seja mais fácil a realização deste tipo de operações.

Passando ao terceiro artigo, Kashyap, Rajan e Stein (2008) concluíram que os problemas de gerência nos bancos e que a excessiva alavancagem de curto prazo (situação em que os bancos se financiam mais através de empréstimos de curto prazo do que por capital próprio, pois a primeira opção é mais barata) são as principais causas da crise financeira de 2008. Afirmam, ainda, que é muito custoso para a sociedade resgatar o sistema bancário e a economia; e, que os reguladores devem esforçar-se na minimização dos custos dos riscos sistémicos para a sociedade, pois não é de todo possível evitar estes riscos. Apresentam como principal proposta o seguro de capital, que visa reduzir o impacto negativo de uma crise, garantindo assim que seja o sector privado a pagar a conta. Esta proposta passa pelos bancos adquirirem seguros de capital, ou seja, comprarem um seguro que satisfaça a sua liquidez em períodos desfavoráveis, de modo a que possam estar de alguma forma salvaguardados.

No quarto artigo, Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008) concluíram que os dois maiores bancos centrais do mundo, o FED e o Banco Central do Japão, ajudaram a causar a crise antes e durante a crise, pois praticavam taxas de juro muito baixas, as quais podem, e neste caso, causaram graves desequilíbrios no mercado. Esta prática contribuiu assim para a criação da bolha do *subprime* dos EUA, uma vez que os investidores recorreram bastante ao crédito por este estar muito barato, pois o FED praticou baixas taxas de juro após o rebentar da bolha do *Dot.com* em 2000/2001, e só começou a subi-las em meados de 2004. É dito ainda que,

durante esta crise, o FED agravou a situação com a redução do nível dos colaterais e com o aumento das suas despesas devido aos empréstimos que concedeu aos bancos (*balance sheet expansion*), medidas que parecem ser ineficazes e que apresentam elevados custos. Já no caso do banco central japonês, este desceu abaixo dos 2% pela primeira vez em 1994, atingindo um mínimo de 0,1% em Setembro de 2001, cujo valor se tem mantido até agora. Afirmam, ainda, que o problema da solvabilidade dos bancos provocado por esta crise não pode ser abordada por um Banco Central, mas sim pelos Governos, os quais devem actuar directamente como último recurso na recapitalização dos bancos, de forma a evitar uma maior deterioração da situação económica e financeira.

Em relação ao quinto e último artigo, Krugman (2009) fala numa perspectiva diferente, realçando o porquê dos economistas terem falhado no desempenho do seu papel de anteverem esta crise financeira e económica, mas afirma que o mais grave foi a ‘cegueira’ que esta profissão teve em admitir a possibilidade de uma catástrofe na economia mundial. Esta ‘cegueira’ resultou do facto de que, depois da Grande Depressão de 1929 e dos 30 Anos Dourados, os economistas passaram a acreditar que os mercados eram estáveis e perfeitos, o que levou a que estes fechassem os olhos às limitações da racionalidade humana (a qual pode originar bolhas especulativas), para os problemas das instituições, para as imperfeições dos mercados (especialmente os financeiros, pois são aqueles que fazem funcionar as economias), e para os perigos da não regulação. Tudo isto levou à criação de modelos teóricos que não foram capazes de prever esta crise. Por outro lado, verifica que os macroeconomistas se dividiam, pois uns consideravam que as economias de livre-mercado nunca ficariam em desequilíbrio, enquanto que outros consideravam que poderiam ficar e que quaisquer desvios que ocorressem deviam ser corrigidos pelo FED.

Também é importante referir que foi possível, através deste tópico, perceber que os bancos se encontram expostos a vários tipos de risco, pelo risco de crédito, de liquidez, da taxa de juro, e de mercado. O primeiro prende-se com a situação dos clientes não cumprirem com as suas prestações bancárias, e foi exactamente esta a situação que desencadeou esta crise. Já o risco de liquidez diz respeito ao facto dos bancos não serem capazes de fazerem face às suas necessidades, o que pode derivar de dois factores, por um lado, de uma corrida aos depósitos bancários, e por outro lado, da incapacidade de obter empréstimos no MMI. Este último factor encontra-se bem patente neste tópico, uma vez que devido aos produtos tóxicos, os bancos ficaram receosos de concederem empréstimos uns aos outros. O terceiro consiste no facto de

que os activos e os passivos dos bancos dependem da variação da taxa de juro, enquanto que o último diz respeito ao risco associado às actividades de negociação, ou seja, à variação do preço dos activos.⁸

⁸ Informações consultadas em Raff (2000).

3. Causas e impactos da crise em Portugal

Após terem sido enunciadas as principais causas da crise em análise, será feita neste tópico uma análise de um conjunto de dados, de modo a ver quais das causas apresentadas estiveram presentes em Portugal, e qual o impacte que a crise teve nele, particularmente no seu sector bancário. Para além disso, vai-se comparar, em alguns indicadores, a situação portuguesa com a situação da UE e dos EUA, para que dessa forma se entenda melhor as causas e os impactos. Os indicadores a serem utilizados irão de encontro com as causas já descritas, uma vez que é importante que a teoria e a prática estejam em concordância. Perante isto, as hipóteses e os indicadores a serem usados serão os seguintes:

- 1ª hipótese) como a principal origem desta crise se deve ao rebentar da bolha do *subprime* nos EUA causada pelo elevado incumprimento, enunciada por Leão (2009), então é importante analisar os níveis de incumprimento nas prestações de crédito e o preço da habitação em Portugal, a exposição dos bancos portugueses aos produtos financeiros tóxicos, e o tipo de investimentos realizados pelas seguradoras (Persaud (2008)). Este elevado incumprimento, por sua vez, se deve em parte aos erros no cálculo do risco – factor enunciado por Gorton (2008), Danielsson (2008), Mizen (2008), Cintra e Cagnin (Dez. 2007), e Cintra e Farhi (2008);
- 2ª hipótese) Persaud (2008) e Gontijo (2008) salientam as falhas de supervisão, as quais resultaram essencialmente da liberalização, e que deram margem para o aparecimento de crimes financeiros;
- 3ª hipótese) segundo Fischer (2008), o elevado *boom* de crédito ocorrido nos EUA após o rebentar da bolha *Dot.com*, devido à prática de baixas taxas de juro (este último factor é enunciado também por Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008)), faz com que seja importante verificar em Portugal quais os níveis da concessão de crédito, e ainda o nível dos *spreads*, uma vez que estes influenciam bastante a concessão;
- 4ª hipótese) verificar em Portugal quais os níveis das vendas a descoberto e dos *credit default swap*, uma vez que estes dois factores estão ligados à especulação que levaram à desvalorização das acções ou falência dos bancos, a qual foi enunciada por Cecchetti (2008) e por Wyplosz (2008);
- 5ª hipótese) verificar se o BCE praticou uma política monetária expansionista (baixas taxas de juro) como o FED e o Banco Central do Japão (factor enunciado por Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008)).

Por outro lado, para tentar responder às seguintes subquestões (apresentadas no tópico “Introdução”): qual o impacto que a crise teve no mercado bancário português? Portugal sofreu mais ou menos com esta crise e porquê?, é também importante analisar outros dados, tanto em relação à economia portuguesa (taxas de crescimento, taxas de desemprego, défices orçamentais, dívida pública, e exportações), como em relação aos mercados financeiros (lucros da banca e das seguradoras e rácio de solvabilidade da banca). Assim consegue-se responder às subquestões em causa.

Mas antes de entrar na análise de dados convém fazer uma análise da situação de Portugal antes da crise, para que dessa forma se possa perceber melhor o impacto que a crise teve no nosso país. Para isso, serão utilizados dois artigos, o do Abreu (2006) para a caracterização da economia portuguesa (incluindo a sua evolução de endividamento a partir de um relatório do Banco de Portugal), e o do Lagoa e outros (2004) para a caracterização do sistema bancário português (importância na economia portuguesa, e a situação da sua solvabilidade e do seu endividamento).

De acordo com Abreu (2006), a economia portuguesa apresentou, na segunda metade da década de 1990, uma evolução bastante impressionante, pois alcançou bons resultados nas áreas reais (orçamental e monetária) de preparação para a UEM; a nível do PIB *per capita* cresceu mais rápido que a média da UE; e, preencheu os critérios de Maastricht para a UEM num limite temporal reduzido. No entanto, a partir de 1999, o cenário muda, pois a economia portuguesa começou a enfrentar dificuldades, entrando em recessão no início de 2002.

Isto acontece devido ao facto de Portugal perder os ganhos obtidos no poder de compra relativo, ou seja, perde porque a procura agregada aumentou demasiado acima da oferta por causa do fácil acesso ao crédito (o endividamento das famílias aumentou significativamente no início do século); porque os salários subiram mais do que deviam (não acompanharam o crescimento da produtividade), levando assim à perda de competitividade, a qual foi agravada pela passagem do sector transaccionável (agricultura e afins) para o não transaccionável (serviços e construção); e porque a política fiscal expansionista e as reformas estruturais efectuadas foram insuficientes. Este período foi então caracterizado por défices orçamentais excessivos em 2001 e 2002, deteriorando assim as suas finanças públicas; por uma inflação acima da média da UE; e por uma tendência crescente do desemprego.

Segundo o relatório do Banco de Portugal intitulado d’“A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária”, o endividamento da economia portuguesa, complementando com o que foi ainda agora dito, na última década, levou a que as finanças públicas tivessem um desequilíbrio orçamental persistente de natureza estrutural. Entre 2001 e 2006, o défice orçamental registou valores muito próximos ou mesmo superiores a 3% do PIB e a dívida pública superou os 60% do PIB (valores de referência do PEC). É importante dizer que, no período de 2002 a 2004, o défice orçamental permaneceu marginalmente abaixo dos 3%, graças a medidas de natureza temporária que tiveram um impacto muito significativo, mas o défice estrutural continuou acima dos 3%. Em 2008, voltaram novamente a ser tomadas medidas temporárias que tiveram um impacto significativo, mas inferior em relação à situação anterior.

Em 2001 e 2005, devido à quebra das regras definidas pelo PEC, a Comissão Europeia abriu dois procedimentos por défice excessivo contra Portugal. Já no período de 2006 a 2007, o governo português tomou várias medidas de consolidação orçamental, de modo a corrigir o desequilíbrio orçamental e a conseguir reduzir o défice para valores abaixo dos 3%. Mas, em 2008, devido à crise financeira, verificou-se uma interrupção deste processo de consolidação, por causa das medidas de apoio que tiveram de ser tomadas para fazer face à crise mundial.

Quanto ao sector bancário português, verificou-se, a partir de Lagoa e outros (2004), que os bancos têm um papel importantíssimo na concessão de crédito, pois representam a segunda fonte de financiamento mais importante das empresas industriais e de serviços, a qual atinge mais de 25% do total do seu financiamento, entre 1999 e 2003; bem como representa um factor importante na aquisição de habitação por parte das famílias e, neste caso, os bancos tiveram que se financiar na Zona Euro, o que significa que a economia portuguesa está dependente do exterior para o financiamento, o que também é visível na balança corrente. Isto permite concluir que se uma crise acontecer no mercado bancário, a economia portuguesa sofrerá de forma significativa.

Também é importante referir que os bancos, devido às regras do Basileia II, têm de possuir fundos próprios que cubram parcialmente os vários tipos de riscos aos quais estão expostos, os diferentes tipos de crédito concedido (famílias, empresas, ou a organismos públicos), e as participações financeiras e as posições detidas em obrigações, acções, produtos derivados e

produtos cambiais. Estes fundos próprios têm como componentes principais, os fundos próprios de base (essencialmente capitais próprios e emissão de acções) e os fundos próprios complementares (essencialmente emissão de obrigações).

Em Dezembro de 1998, o valor dos fundos próprios do sistema bancário português excedia em quase 40% o montante mínimo exigido. No entanto, a partir daí até Dezembro de 2000, esse valor diminuiu, atingindo neste último um valor de 15,3%. A partir desta data voltou-se a verificar um aumento deste valor, atingindo em Dezembro de 2003, os 24,4%. A evolução dos fundos próprios, entre 1998 e 2000, não acompanhou o crescimento da concessão de crédito, o que levou a uma deterioração da solvabilidade do nosso sistema bancário. Mas, em 2000, outros factores contribuíram para isso, a forte subida nas deduções aos fundos próprios, e a aquisição de participações financeiras noutras empresas por parte dos principais bancos de Portugal (CGD, BCP, BES e BPI).

A melhoria da solvabilidade a partir de Dezembro de 2000 foi devida a vários factores, à desaceleração do crescimento do crédito ao sector privado; ao favorecimento que foi dado aos créditos de menor risco, o qual ao mesmo tempo era uma estratégia defensiva dos bancos face a um período de recessão, bem como a uma acção deliberada dos bancos com o objectivo de melhorar os seus níveis de solvabilidade, sem que estes tenham de reduzir drasticamente a sua concessão de crédito; e à alteração nas fontes de financiamento dos fundos próprios, as quais se basearam na emissão de obrigações e de outros passivos (2000 e 2001), em vendas de participações (2001), e em emissão de acções (2002 e 2003). Para além destas estratégias, os bancos também recorreram a operações de titularização de crédito para assim reduzir os requisitos de capitais próprios, no entanto o seu impacto foi relativamente reduzido. E, desde 1998, que estas operações têm crescido a um elevado ritmo.

Por fim, em relação ao endividamento do sistema bancário nacional, os autores concluíram que a tendência do aumento do incumprimento dos particulares e dos níveis de solvabilidade, podem levar as agências de *rating* a agravar as notações que atribuem aos principais bancos nacionais. Esta situação acabou por ocorrer em 2002, levando os bancos a terem dificuldades em aceder ao financiamento externo e a pagarem taxas de juro mais altas, o que tem por consequência, também uma subida nas taxas de juro dos seus clientes, o que no fim acaba por levar a uma redução e restrição do crédito. E visto que os bancos têm um importante papel,

tanto no investimento das empresas como na aquisição de habitação por parte das famílias, então esta situação teve um impacto significativo na economia portuguesa.

Verificaram também que os bancos nacionais são dependentes face ao financiamento externo (bancos e outros investidores estrangeiros). Esta dependência forte foi devido ao elevado crescimento da concessão do crédito durante a segunda metade da década de 90, o qual não foi acompanhado pelo crescimento dos seus recursos (depósitos, etc.), logo os bancos tiveram de recorrer aos mercados financeiros internacionais, de forma crescente. E porque as notações de *rating* são tão importantes? Porque para os investidores menos conhecedores da situação do país e do seu sistema bancário, a notação de *rating* é sem dúvida a principal informação a ter em conta na tomada de decisão da taxa de juro a cobrar.

Quanto às formas de financiamento dos bancos, as principais são o recurso aos mercados interbancários internacionais e, de forma significativa, a emissão de títulos através de filiais com sede no exterior. Desde 2000, em termos de financiamento de médio e longo prazo, que a emissão de títulos (a de obrigações aumentou substancialmente entre 2000 e 2003) e de dívida subordinada, ganharam importância na dívida bancária face ao exterior. Também a curto prazo, verificaram um aumento significativo, entre 1998 e 2003, dos empréstimos de curto prazo junto de bancos estrangeiros. De referir ainda que, a emissão de títulos através de filiais com sede no exterior é feita em grande parte a taxas de juro variáveis, tal como é a maior parte do crédito concedido às empresas, logo os bancos não estão expostos ao risco de taxa de juro. Por outro lado, como o financiamento é feito essencialmente em euros, então os bancos não sofrem do problema do risco cambial.

De referir, ainda, tal como se verificou no tópico 2, que os bancos restringem a sua concessão de crédito devido ao aumento da probabilidade de incumprimento por parte das empresas e famílias, só que esta reacção faz agravar a situação da crise, pois as empresas e famílias ficam mais limitadas ao acesso do seu financiamento. No entanto, se os bancos tivessem a reacção oposta, ou seja, se flexibilizassem as condições de concessão de crédito até um determinado ponto, ou renegociassem os créditos que já se encontravam concedidos, isso permitiria às empresas ultrapassar os períodos de abrandamento ou recessão da economia, de forma menos difícil, e assim evitava que estas despedissem e diminuíssem os seus investimentos.

De seguida, serão analisadas as várias hipóteses formuladas em confronto com os outros indicadores enunciados, de modo a ter uma melhor percepção sobre o impacto da crise em Portugal.

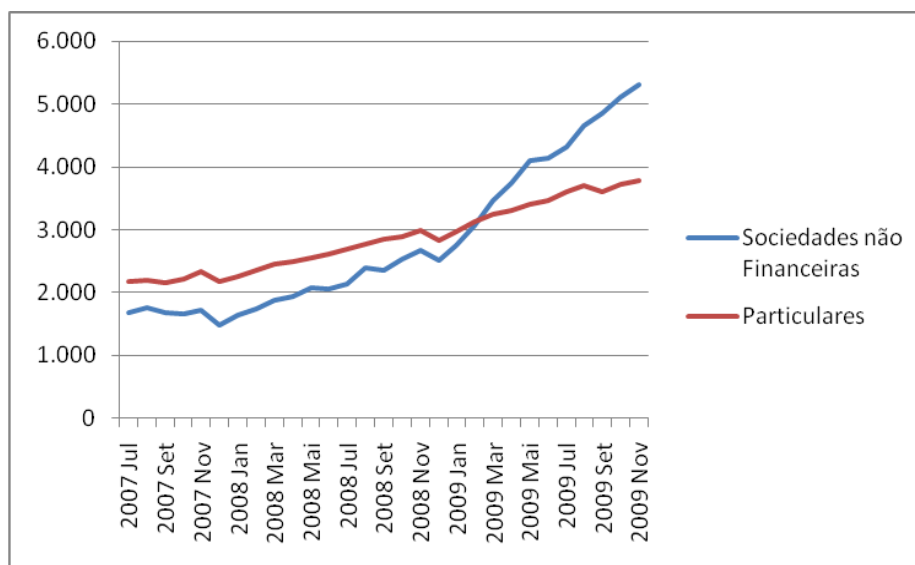
3.1. Análise das hipóteses

3.1.1. Hipótese nº 1 - Subprime

a) Crédito mal parado

Como já foi dito, a origem desta crise prende-se com o elevado incumprimento de crédito nos EUA, o qual levou ao reventar da bolha do *subprime*. Por isso, neste subponto vai-se ver se em Portugal também existia um elevado incumprimento. O crédito mal parado é a variável a ser usada, uma vez que indica a quantia que os bancos não conseguem reaver.

Gráfico 1 - Crédito mal parado em Portugal (milhões de euros)



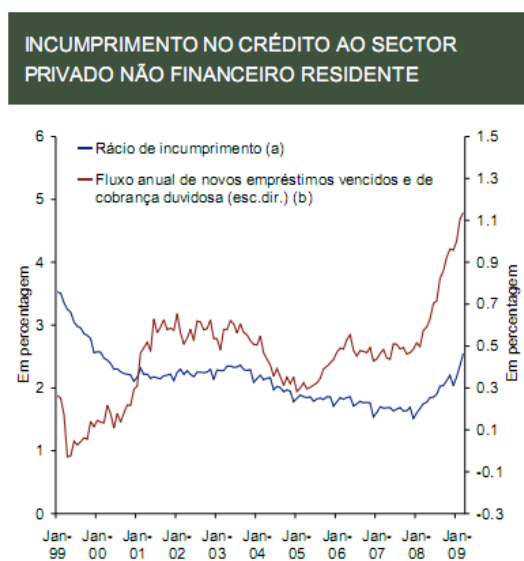
Fonte: Banco de Portugal (2010 a) e Banco de Portugal (2010 b).

É claramente visível que, em ambas as categorias, sociedades não financeiras e particulares, o crédito mal parado tem vindo a aumentar de forma contínua desde Janeiro de 2008, atingindo ambos valores máximos em Novembro de 2009, 5.311 milhões de euros e 3.784 milhões de euros, respectivamente. O crédito mal parado correspondente às sociedades não financeiras era aquele com valores mais baixos mas, a partir de Março de 2009, começou a ultrapassar o

dos particulares, podendo também concluir-se que o das sociedades não financeiras é aquele que cresceu mais no período em análise, pois teve um crescimento de cerca de 214% contra os 74% do crédito mal parado associado aos particulares. Mas, antes de tirar conclusões, é necessário ver o rácio crédito mal parado/crédito, pois é aquele que nos mostra de facto a evolução do risco associado a esta variável.

Gráfico 2 - Rácio Crédito Mal Parado/Crédito

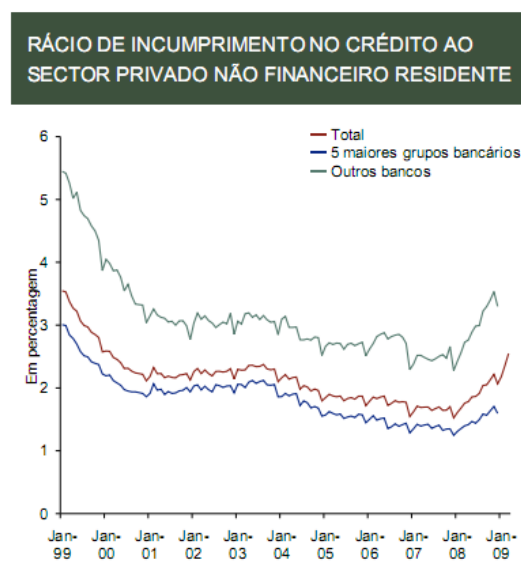
Gráfico 4.6.2



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Rácio definido como empréstimos e juros vencidos e outros empréstimos de cobrança duvidosa em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, ao sector privado não financeiro residente. (b) Estimativas do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização. A estimativa do fluxo anual de novos empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa foi calculada ajustando a variação do saldo de empréstimos vencidos e outros de cobrança duvidosa dos abatimentos ao activo, das reclassificações e, a partir de Dezembro de 2005, das vendas para fora do sistema bancário de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa não abatidos ao activo, reportados em base trimestral conforme a Instrução nº2/2007 do Banco de Portugal e com informação disponível apenas até Dezembro de 2008.

Gráfico 4.6.3



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Rácio definido como empréstimos e juros vencidos e outros empréstimos de cobrança duvidosa em percentagem dos empréstimos, corrigidos de titularização, ao sector privado não financeiro residente.

Fonte: Banco de Portugal (2009 b).

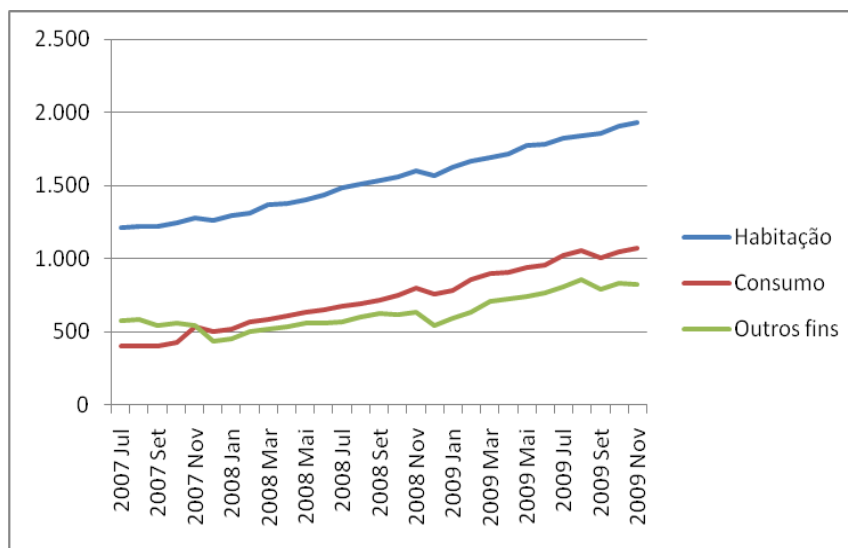
Como se vê no primeiro gráfico, o rácio vai descendo desde Janeiro de 1999 até Janeiro de 2008, período no qual o rácio de incumprimento começa a aumentar, período em que iniciou a crise, o que leva a concluir que houve um impacto da crise nesta variável. Já no segundo gráfico, verifica-se que tanto nos 5 principais bancos nacionais como nos restantes houve um aumento deste rácio, no entanto é de referir que os ‘Outros bancos’ é onde se regista um maior rácio de incumprimento bem como é onde se verifica um maior aumento no período entre Janeiro de 2008 e Janeiro de 2009, quando comparado com os 5 principais bancos. Isto permite concluir que o crédito mal parado aumentou tanto em termos absolutos com em

termos relativos, ou seja, houve um aumento de risco no período desta crise, apesar deste aumento não ter sido muito significativo.

E para complementar, em termos teóricos, é possível que uma pequena parte do aumento do incumprimento em termos absolutos, após a crise, se deva ao aumento do desemprego, por um lado, pois isso leva a uma redução de rendimento disponível das famílias e, por consequência, faz com que estas tenham mais dificuldades no cumprimento das suas prestações bancárias. E, por outro lado, devido também à fragilidade pela qual as empresas passam, uma vez que por causa da redução do consumo por parte dos consumidores (nacionais e internacionais), elas foram ‘obrigadas’ a reduzir a sua produção e o seu investimento privado, para além de que, em última instância, algumas entraram em falência. Tudo isto levou a que as empresas também tivessem dificuldades no cumprimento das suas obrigações bancárias.

Em termos de curiosidade, de seguida vai-se analisar o crédito mal parado dos vários tipos dentro dos particulares, de modo a ver qual deles mais cresceu e que mais contribuiu para o aumento total do incumprimento.

Gráfico 3 - Crédito mal parado dos particulares em Portugal (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal (2010 c) e Banco de Portugal (2010 d).

Os três tipos de crédito a particulares têm verificado um crescimento dos seus níveis de crédito mal parado, sendo que o da habitação é o que apresentou maior volume de negócios perdido, o que não é de estranhar, visto que também é o tipo de crédito que regista maior

volume de negócios, como se irá ver na hipótese nº 3. Quanto aos outros dois, o crédito para outros fins era o que se encontrava no segundo lugar desde Julho de 2007 até Novembro de 2007, e a partir daí o do consumo passou a estar na segunda posição. Em relação às diferenças, a entre habitação e consumo manteve-se relativamente constante, enquanto que a entre habitação e outros fins tem vindo a aumentar, e a entre consumo e outros fins apresenta valores relativamente estáveis, embora com algumas pequenas diferenças, com tendência para aumentar.

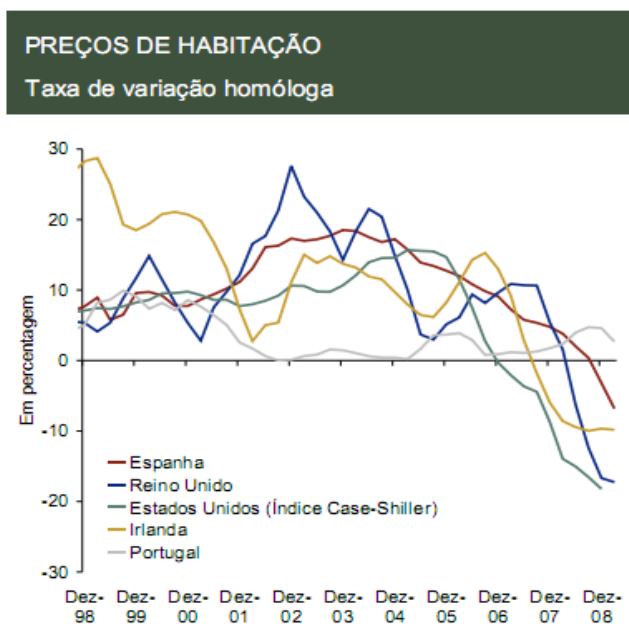
Em Novembro de 2009, ambos atingiram valores máximos, 1.927 milhões de euros no crédito da habitação, 1.073 milhões de euros no do consumo, e 826 milhões de euros no de outros fins. Concluindo, em termos de evolução no período em análise, o do consumo foi aquele que apresentou uma maior taxa de crescimento, com um valor de 164%, seguido pelo da habitação com uma taxa de 58%, e depois o de outros fins com uma taxa de 42%.

b) Preço da habitação

A análise deste indicador tem como objectivo verificar se em Portugal existiu uma bolha no mercado imobiliário como houve nos EUA (origem da crise do *subprime*), e para isso vai-se verificar qual foi a evolução do preço da habitação em Portugal, comparando-o com outros países.

Gráfico 4 - Preço da habitação

Gráfico 2.2.15



Fontes: Newsletter Confidencial Imobiliário e Thomson Reuters.

Fonte: Banco de Portugal (2009 b).

Perante este gráfico, pode-se verificar que a variação homóloga do preço de habitação em Portugal era relativamente significativa entre Dezembro de 1996 e de 2000, mas a partir daí começou a descer, alcançando variações quase nulas entre Dezembro de 2002 e de 2008, com pequenas excepções (Dez. 04 a Dez. 06, e Dez. 07 a Dez. 08). Mas já o caso do Reino Unido, Irlanda e Espanha, que tiveram fortes valorizações na primeira metade da década, passaram a ter quedas bastante significativas nos preços da habitação, chegando mesmo a atingir variações homólogas negativas. Sendo que os EUA são o primeiro país a atingir tal evolução em Dezembro de 2006, depois vem a Irlanda em finais de 2007, a seguir o Reino Unido em inícios de 2008, e, por último, a Espanha perto de Dezembro de 2008.

De referir, ainda, que, devido à elevada incerteza e à frágil situação económica vivida após o início desta crise, a procura do imobiliário tendeu a cair ainda mais, provocando ainda mais descidas no seu preço. Isto permite concluir que em Portugal não deve ter havido uma bolha no mercado imobiliário como a dos EUA, visto que a sua variação no preço era mais pequena em relação aos outros países. Ou seja, em 2007 e 2008, em Portugal não se observou uma queda no preço do imobiliário como em Espanha, Reino Unido, Irlanda e EUA. Isto indicia

que os preços do imobiliário em Portugal não atingiram níveis tão especulativos como nos quatro países ainda agora referidos.

De acordo com Lagoa e outros (2004), a subida do preço real da habitação em Portugal entre 1997 e 1999, pode ser explicada por factores macroeconómicos (subida do rendimento das famílias, diminuição das taxas de juro nominais e reais, entre outros), e pela pequena dimensão do mercado de arrendamento de habitação, o que leva a que novas famílias optem por aquisição de casa própria. Por outro lado, outros factores fizeram com que o preço não subisse ainda mais, como o caso da diminuição na constituição de novas famílias (provoca menor procura de habitação), do elevado número de casas desocupadas e do aumento na oferta de novas casas. Já a descida do preço real entre 2000 e 2002 pode ser explicada pela evolução negativa da conjuntura económica, pela subida das taxas de juro em 2000 e 2001, e por um aumento na oferta de novas habitações.

É dito ainda que nos últimos vinte anos, em muitos países da UE, nomeadamente os nórdicos e o Reino Unido, se registaram alguns *booms* e *crashes* neste mercado. E, de acordo com o Bank for International Settlements, estes movimentos nos preços da habitação influenciaram os ciclos financeiros, destacando as crises da Austrália, Japão, Reino Unido, EUA e Países Nórdicos. Mas, em Portugal, entre 1995 e 2003, não se registou em nenhum ano uma variação superior a 10% do preço real, valor a partir do qual se considera que pode existir um *boom* ou *crash* imobiliário. O mesmo acontece de 2003 a 2008, como verificado no gráfico acima.

c) Produtos financeiros tóxicos

Neste sub-tópico pretende-se saber se os bancos portugueses estiveram expostos aos produtos financeiros tóxicos. E, de acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira de 2008 do Banco de Portugal, devido à crise de 2008 nos mercados financeiros internacionais e à sua interação com a desaceleração na actividade económica a nível global, a actividade dos bancos passou por uma conjuntura muito desfavorável. Por isso, os bancos portugueses não foram excepção, uma vez que a economia portuguesa é uma pequena economia integrada, tanto em termos económicos como em termos financeiros. No entanto, o impacto que os bancos portugueses sofreram mais, foi na captação de fundos nos mercados financeiros internacionais, ou seja, tiveram dificuldades em contrair empréstimos nestes mercados.

Por outro lado, foram verificadas perdas significativas no valor da carteira de títulos e activos financeiros, apesar dos bancos portugueses não terem sido directamente expostos aos títulos do mercado *subprime* dos EUA, aqueles que mais tarde vieram a ser chamados de produtos financeiros tóxicos. Estas perdas significativas resultaram essencialmente das desvalorizações de carteiras de acções. O Banco de Portugal refere, ainda, que os bancos portugueses adaptaram-se muito bem a este contexto adverso, sendo que isso foi possível graças às medidas de apoio por parte do Estado ao sistema financeiro e às alterações na regulamentação da política monetária a nível europeu, as quais serão tratadas nos próximos dois tópicos desta tese. Também afirma que estes apoios fizeram com que a liquidez dos bancos portugueses não fossem um factor limitativo ao financiamento da economia, mesmo sendo esperada uma diminuição de contracção de empréstimos.

De acordo com o mesmo relatório, na Europa não se desenvolveu um mercado hipotecário como o mercado *subprime* dos EUA, apesar de apresentarem um peso semelhante do serviço da dívida hipotecária no rendimento das famílias norte-americanas e europeias, mas a proporção de famílias europeias endividadas em situação financeira tão vulnerável será bastante inferior em relação aos EUA. De voltar a referir que o *subprime* é composto, essencialmente, por clientes de maior risco, sejam aqueles que já eram conhecidos por não cumprirem com as suas prestações bancárias, como por aqueles que têm uma situação muito vulnerável. É dito ainda que é estimado que nos EUA e no Reino Unido cerca de 45% (2004) e de 40% (2005) das famílias tenham um empréstimo hipotecário, respectivamente, enquanto que na Zona Euro esse valor é de apenas 20% (2005). Em Portugal o valor é de 30%.

O Banco de Portugal também analisou o rácio de dívida sobre rendimento disponível, o qual é um pouco superior a 100% na Zona Euro no último trimestre de 2007, enquanto que nos EUA apresenta um valor de 140% e de 177% no Reino Unido. Também analisou o rácio agregado dos encargos com o pagamento de juros e amortização dos empréstimos hipotecários sobre o rendimento disponível das famílias com empréstimos hipotecários, o qual se situava em cerca de 20%, não havendo diferenças significativas entre os EUA e a Zona Euro. Em Portugal este rácio é de 14% em média.

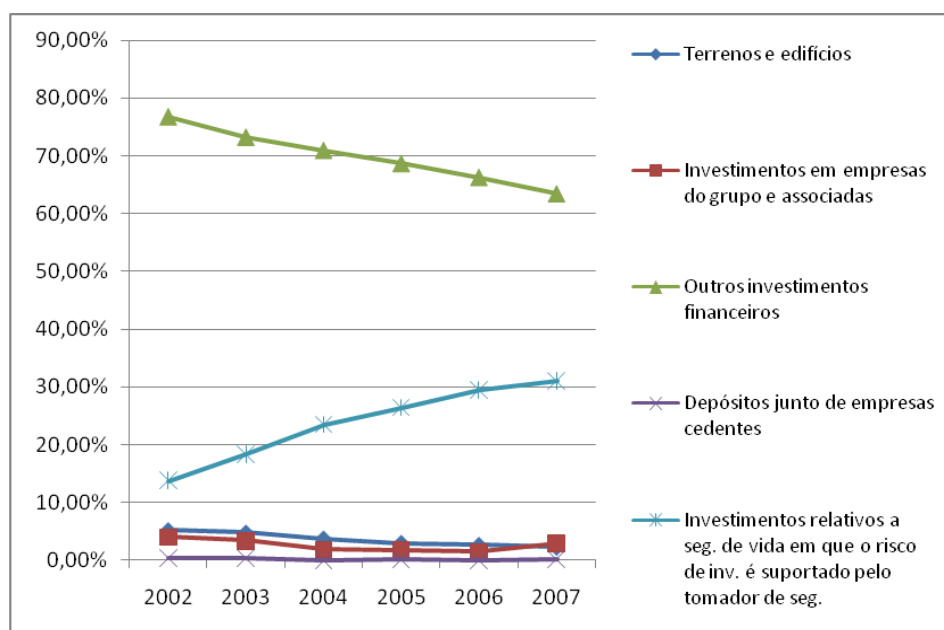
Assim se pode concluir que Portugal não foi afectado directamente pelos produtos financeiros tóxicos, o que significa que o principal mecanismo de transmissão da passagem da crise dos EUA para Portugal pode ser o do financiamento no exterior, uma vez que foi onde os bancos

portugueses sofreram mais devido à desconfiança no MMI, conforme concluído pelo Banco de Portugal. Também o mecanismo das exportações tem a sua importância, ou seja, a redução das vendas para o exterior por parte das empresas nacionais, devido ao menor consumo em termos mundiais (variável que será analisada mais tarde).

d) Investimentos das seguradoras

O objectivo deste ponto é verificar que tipo de investimentos as seguradoras portuguesas fazem, de modo a saber se têm vindo ao longo do tempo a investir em activos de maior risco, tal como aconteceu nos EUA, onde as seguradoras, em especial a AIG, começaram a negociar em *credit default swaps* (variável a ser estudada na hipótese 4).

Gráfico 5 - Investimentos das seguradoras por tipos (peso do total)



Fonte: ISP (2004) e ISP (2007).

Claramente a categoria “Outros investimentos financeiros” é a que tem mais peso ao longo do período analisado, apesar de ter vindo a perder algum peso, passando de 76,70% para 63,44%, uma queda de 13,26 p.p.. Dentro desta categoria, “Obrigações e outros títulos rendimento fixo” é o que tem mais peso nessa categoria, atingindo 79,92% em 2007. Quanto à categoria seguinte com maior peso, e que tem vindo a aumentar, é a dos “Investimentos relativos a seguros de vida em que o risco de investimento é suportado pelo tomador de seguro”, a qual tinha um peso de 13,72% em 2002 e de 31,07% em 2007 no total dos investimentos

realizados pelas seguradoras, uma subida de 17,35 p.p.. Isto permite concluir que as seguradoras portuguesas têm por hábito investir em activos de pouco risco, uma vez que o tipo de investimentos onde investem mais é de um retorno mais garantido (menor risco), no primeiro caso, enquanto que no segundo caso as seguradoras nem sequer são as que suportam o risco. Quanto às outras três categorias apresentaram pesos muito pouco significativos, não chegando aos 5% sequer.

3.1.2. Hipótese nº 2 - Regulação

A liberalização dos mercados financeiros, bancários e de investimento, é um outro factor que contribuiu para esta crise mundial segundo a literatura, uma vez que estes mercados operavam de uma forma em que a regulamentação era relativamente baixa, o que permitiu a que se dessem falhas de controlo interno, das quais algumas se tornaram grandes escândalos financeiros. Mas isto não foi o objectivo da desregulamentação. O objectivo foi antes o de criar uma maior abertura destes mercados, criando assim um mercado financeiro internacional ‘livre’, onde os agentes económicos e financeiros pudessem aceder mais facilmente a estes mercados, bem como haver uma maior concorrência, estimulando deste modo a inovação e a sua competitividade. Porém, na realidade, os agentes viram esta desregulamentação como uma oportunidade de obter grandes ganhos financeiros, dando assim margem para o aparecimento de crimes financeiros.⁹

Em termos de exemplos, temos os casos do Bernard Madoff nos EUA, e os do BPP e do BPN em Portugal. Estes três casos serão de seguida desenvolvidos, para perceber melhor qual o impacto que tiveram. A presente análise permitirá concluir duas coisas: por um lado, que as identidades reguladoras não tinham mecanismos suficientes para cumprirem bem com o seu papel de regular e controlar a actividade financeira, pois se as actividades destas instituições tivessem sido mais supervisionadas, provavelmente algumas destas falhas teriam sido detectadas mais cedo, e assim a magnitude do impacte podia ter sido amenizada. E, por outro lado, que algumas destas falhas levaram a que essas instituições sofressem perdas avultadas, sendo que algumas, em último caso, entraram em falência, contribuindo assim com mais um factor para a crise.

⁹ Informações consultadas em Duarte e outros (2007).

Devido a estas falhas de regulação e de controlo, a crise mostrou a necessidade dos mercados financeiros, bancários, e de investimento, voltarem a ser mais fortemente regulamentados, de modo a que estes sejam mais controlados e supervisionados, com o objectivo de garantir o equilíbrio destes mercados, e assim evitar possíveis crises desta natureza. Por exemplo, na UE, a Comissão Europeia¹⁰ propôs a criação de duas novas instituições para regular o sistema financeiro, o Conselho Europeu de Risco Sistémico, e o Conselho Europeu de Supervisores Financeiros¹¹. Este tópico da regulação será mais desenvolvido no tópico 5, devido à sua grande importância.

i) Caso Madoff¹²

Bernard Madoff fundou uma sociedade gestora com o mesmo nome em 1960, a qual se tornou uma das mais importantes de Wall Street. Em Dezembro de 2008, foi detido e acusado de fraude, tendo por isso os seus activos congelados; e, em 29 de Junho de 2009, foi condenado a 150 anos de prisão pela fraude que praticou, a qual ascendeu a um valor de 65 mil milhões de dólares, uma das maiores fraudes financeiras levadas a cabo por uma só pessoa, e que afectou numerosas instituições do mundo. De seguida, é apresentada uma lista de investidores de todo o mundo que tiveram perdas acima de mil milhões de dólares: Fairfield Greenwich Advisors (7,5 mil milhões); Tremont Group Holdings (3,3 mil milhões); Banco Santander (2,87 mil milhões); Bank Medici (2,1 mil milhões); Ascot Partners (1,8 mil milhões); Access International Advisors (1,5 mil milhões); Fortis (1,35 mil milhões); HSBC (mil milhões). Só com estas oito instituições apresentadas, a fraude chegou a um valor de 21,42 mil milhões de dólares; e, em Portugal, é estimado que tenha atingido um valor de 76 milhões de euros.

ii) Caso BPP¹³

Em relação ao caso do BPP, a CMVM¹⁴ acusa este banco de ‘intoxicar’ as carteiras dos seus clientes, pois trocou os activos tóxicos que detinha por títulos bons que pertenciam aos clientes, prejudicando-os desta forma. Também se verificou a situação de que alguns clientes passaram a ser devedores do banco, pois as sociedades usadas pelo BPP (BPP Cayman, e

¹⁰ Instituição europeia que propõe legislação e políticas (ver EUROPA – Glossário – Comissão Europeia).

¹¹ Informação consultada em Comissão Europeia (2008).

¹² Informações consultadas em TSF Rádio Notícias (2008), TSF Rádio Notícias (2009), The Wall Street Journal (2009) e Soares (2008).

¹³ Informação consultada em Diário Económico com Lusa (2009), Rebêlo (2009) e Barroso (2010 a).

¹⁴ Identidade reguladora do mercado português de valores mobiliários.

outras *off-shores* nas Ilhas Virgens) ‘mascararam’ as aplicações desses clientes como investimentos que tinham dado prejuízo, mas que na realidade deram lucros, os quais foram usados para pagar aplicações já vencidas de outros clientes. E, ainda, se levanta uma outra discordância entre o BPP e a CMVM, a de que alguns clientes do banco afirmam que as suas poupanças se encontravam em depósitos de retorno e capital garantido, enquanto que o BPP afirma que os contratos destes clientes dizem respeito a aplicações financeiras.

A CMVM dá razão aos clientes, bem como o Jaime Antunes, que é o porta-voz da Associação Privado Clientes, a qual representa cerca de dois mil clientes do banco. O presidente da CMVM, Carlos Tavares, considera que este escândalo é semelhante ao escândalo de Madoff que se deu nos EUA, o qual teve repercussões em todo mundo; e, ainda, reconheceu que há situações que não imaginava que fossem possíveis, até serem descobertas. No fim de Março de 2010, o Banco de Portugal retira a licença ao BPP por este não ter capacidade de fazer face às suas obrigações. Esta declaração era necessária para accionar o Fundo de Garantia de Depósitos e o Sistema de Indemnização aos Investidores que irá ressarcir parcialmente os clientes de retorno absoluto do banco.

iii) Caso BPN¹⁵

Quanto ao caso do BPN, foi um escândalo financeiro sem precedentes em Portugal, pois o governo teve que o nacionalizar em Novembro de 2008, incorporando-o na CGD. Esta instituição sofria de problemas criados por práticas deliberadas de alegados crimes, por parte de alguns dos seus gestores de alto nível. E situações destas já não eram novidade, pois já há algum tempo que recaíam algumas desconfianças sobre este banco, nomeadamente, a falta de transparência nas relações financeiras entre os accionistas e o banco, bem como na lista de accionistas; a elevada rotatividade de elementos no Conselho de Administração; o corte sucessivo de serviços com três empresas de auditoria externa, que levantavam dúvidas sobre os balanços apresentados pelo banco; a permanência do auditor BDO, nos últimos anos, e que não colocou nenhuma reserva sobre as contas do banco; e, ainda, a proximidade com ex-governantes.

¹⁵ Informação consultada em Ferreira (2008) e Público (2008).

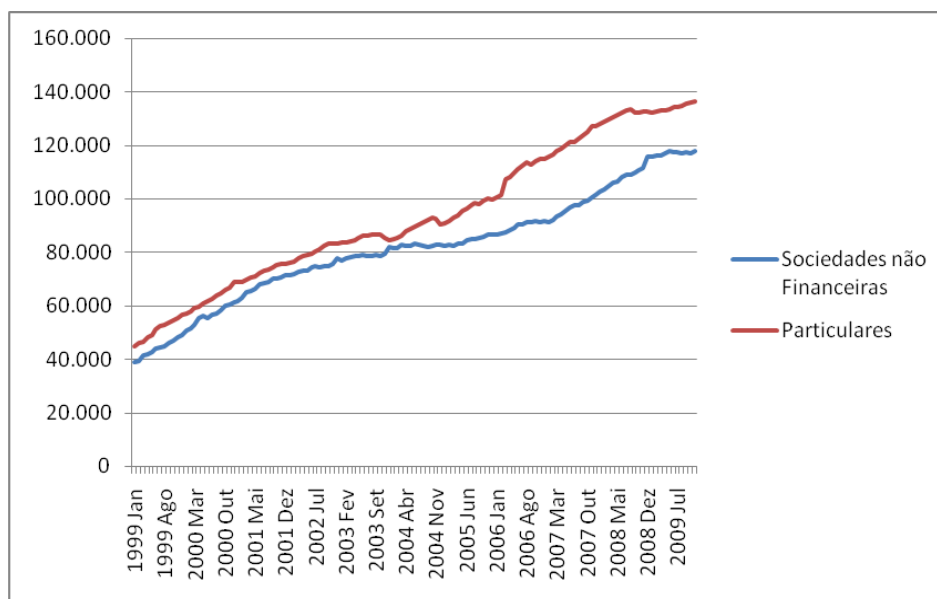
É preciso salientar ainda que, no caso português, estas fraudes atingiram instituições de pequena dimensão, o que significa que o seu impacto global foi reduzido. No entanto, podem ter tido impacto na imagem do sistema financeiro português junto dos clientes e agentes nacionais e internacionais. Por último, a nacionalização do BPN (fenómeno anunciado no momento da privatização do mesmo) pode vir a causar perdas elevadas para o Estado, uma vez que pode não recuperar o que lá investiu, o que irá contribuir para o agravamento da sua situação orçamental, variável a ser estudada no sub-tópico 3.2.3..

3.1.3. Hipótese nº 3 - Crédito

a) Concessão de crédito

É importante verificar qual a evolução da concessão de crédito, de modo a concluir se houve ou não um *boom* como houve nos EUA após o reventar da bolha *Dot.com* em 2000/2001.

Gráfico 6 - Concessão de crédito em Portugal (milhões de euros)



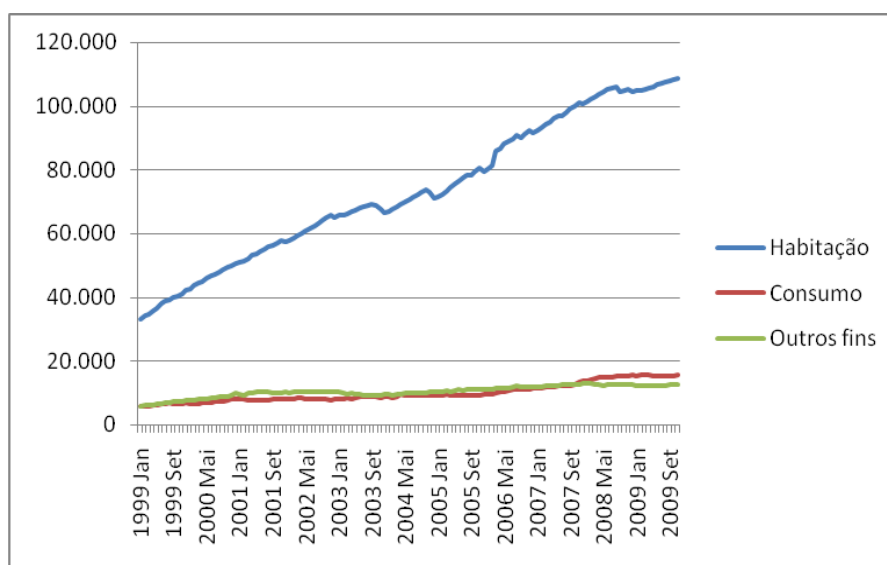
Fonte: Banco de Portugal (2010 c), Banco de Portugal (2010 d) e Banco de Portugal (2010 e).

Em ambas as categorias, sociedades não financeiras e particulares, pode-se ver que desde Janeiro de 1999 que a concessão de crédito tem vindo a aumentar, mesmo durante a crise financeira de 2008 verifica-se um crescimento do mesmo, o que permite concluir que a crise não afectou muito o volume de negócios dos empréstimos dos bancos nacionais, uma vez que este não desceu, apesar de ter estagnado um pouco a partir do fim de 2008. Em Novembro de

2009, ambos atingem os seus valores máximos, 118.045 milhões de euros e 136.554 milhões de euros, respectivamente. Também se verifica que o volume de negócios associado aos particulares, o qual cresceu 67,09% entre Janeiro de 1999 e Novembro de 2009, é superior ao das sociedades não financeiras, o qual cresceu 66,86% no mesmo período. Isto permite concluir que os particulares em Portugal têm um elevado endividamento, pois não é normal que o montante total concedido aos particulares seja superior ao das sociedades não financeiras (empresas). Até inícios de 2004, ambos tiveram volume de negócios muito aproximados, mas a partir desse período começou a haver um maior afastamento.

De seguida, será feita uma análise do crescimento da concessão de crédito dos particulares em Portugal por tipos, ou seja, em termos de habitação, consumo e outros fins, de modo a ver qual mais contribuiu para o crescimento total da concessão de crédito.

Gráfico 7 - Concessão de crédito dos particulares em Portugal (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal (2010 c) e Banco de Portugal (2010 d).

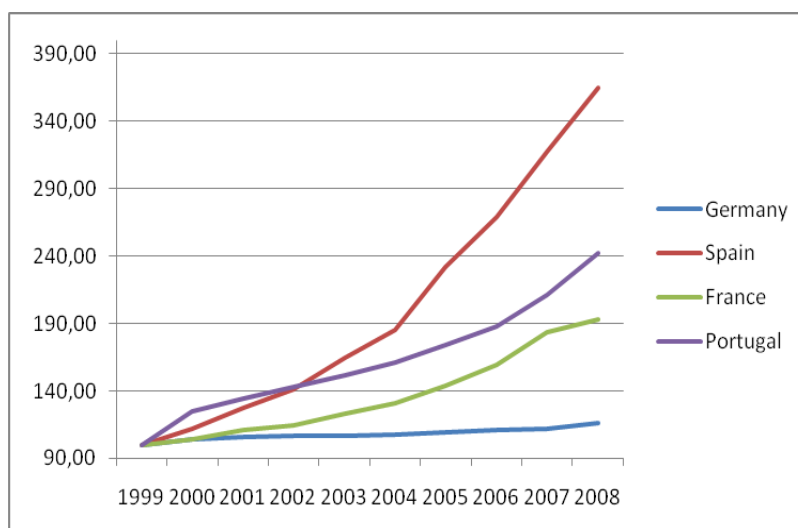
É visível que, desde Janeiro de 2009, ou seja, durante a crise, os três tipos de concessão de crédito aos particulares têm tido um crescimento moderado, visto que as suas taxas de crescimento em média não chegam a 1% sequer, no período em análise. Durante o período de Fevereiro de 2006 a Dezembro de 2007, a taxa de crescimento em média do crédito à habitação era de 0,97%, enquanto que entre o período de Janeiro de 2008 a Novembro de 2009 tem um valor de 0,33% (0,64 p.p. de diferença). Já o crescimento do crédito ao consumo, no mesmo período temporal era de 1,65% e de 0,54%, respectivamente (1,12 p.p.

de diferença). E o crédito para outros fins tem uma diferença percentual de 0,82 (0,64% e -0,17% respectivamente). Vê-se deste modo, que a crise causou pequenas quedas percentuais no crescimento do crédito aos particulares, sendo que o crédito à habitação foi o que teve menor impacto.

No seu todo, verifica-se que o crédito da habitação é claramente aquele que apresentou maior volume de negócios, enquanto que os créditos ao consumo e a outros fins são aqueles que tiveram menores volumes de negócios, e que apresentaram valores muito aproximados entre si. Quanto à diferença do da habitação em relação aos outros dois tem vindo a aumentar significativamente ao longo do tempo. Em Novembro de 2009, todos atingiram os seus valores máximos, 108.502 milhões de euros, 15.629 milhões de euros e 12.423 milhões de euros, respectivamente. Por último, em termos de crescimento, o da habitação é o que cresceu mais, com uma taxa de 69,44%, enquanto que o do consumo teve uma taxa de 62,55% e o de outros fins uma taxa de 52,31%, no período em análise.

Agora será analisada a concessão de crédito em outros países europeus, de modo a comparar com Portugal e assim verificar se a sua evolução é semelhante ou não à dos outros países.

Gráfico 8 - Concessão de crédito na UE (pontos base; 1999 - ano base = 100)

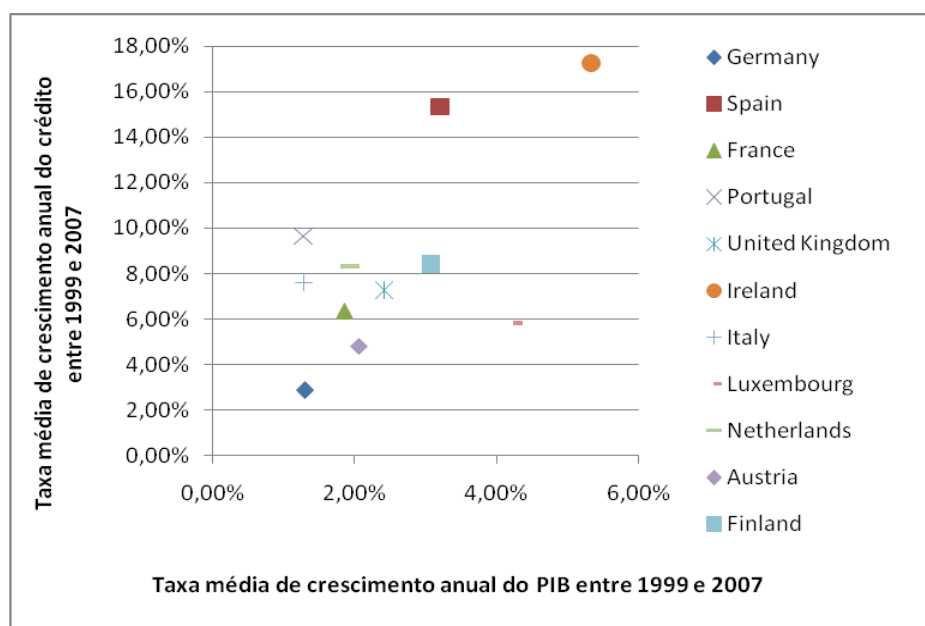


Fonte: EuroStat (2010 a).

Olhando para o gráfico percebe-se que, em termos percentuais, Espanha é o que apresentou maior crescimento na concessão de crédito, com uma taxa de cerca de 265%, seguindo-se Portugal com uma taxa de mais de 142%, o que leva a crer que pode ter havido um *boom* na

concessão de crédito nestes países. Ambos os países em análise apresentaram uma tendência crescente na concessão de crédito, sendo que a Espanha é claramente o país que tem um maior crescimento em termos absolutos, passando de cerca de 700 mil milhões de euros em 1999 para cerca de 2.500 mil milhões de euros em 2008. Já a França subiu em cerca de 1.400 mil milhões, enquanto que a Alemanha cresceu mais de 500 mil milhões de euros e Portugal mais de 200 mil milhões. Em conclusão, Portugal, em termos absolutos, teve um crescimento moderado na concessão de crédito, enquanto que em termos percentuais foi o segundo maior no período em análise. Mas, para verificar se em Portugal houve ou não de facto um *boom* anormal na concessão de crédito, realizou-se uma comparação entre as taxas médias de crescimento anuais (TMCA) do PIB Real e da concessão de crédito, usando vários países da Zona Euro.

Gráfico 9 - Relação entre as TMCA do PIB Real e do Crédito



Fonte: EuroStat (2010 a) e EuroStat (2010 c).

Como se pode ver pelo gráfico acima, Portugal regista uma TMCA maior em relação a um grupo de países ao qual se encontra próximo, como o caso da Finlândia, Holanda, Itália, França e Áustria, o que permite concluir que em Portugal pode ter ocorrido um *boom* na concessão de crédito, uma vez que a sua taxa média de crescimento anual do PIB real é menor em relação a esses mesmos países, excepto Itália. Já no caso de Espanha e a Irlanda, pode-se dizer que é muito provável que tenha ocorrido um *boom* no crédito concedido, devido ao seu afastamento significativo dos restantes países.

De acordo com os dados obtidos, olhando para o *p-value*, apenas a TMCA do PIB Real é que se apresentou como variável significativa (*p-value* inferior a 5%), enquanto que as outras três surgiram como variáveis insignificativas (*p-value* superior a 5%), daí serem deixadas de lado. Em relação ainda às taxas de juro de longo prazo, podia-se considerar variável significativa se fosse usado um nível de significância de 10% mas, mesmo assim, no *output* gerado em que se inclui esta variável, o seu *p-value* é de cerca de 40%, logo não se tem em conta. O modelo final fica então assim:

$$\text{TMCA do Crédito} = \beta_1 + \beta_2 * \text{TMCA do PIB} + \mu \Leftrightarrow \text{TMCA do Crédito} = 0,0311 + 2,0184 * \text{TMCA do PIB Real}$$

Tabela 2 - Outputs do Modelo Final

Estatística de regressão	
R-quadrado ajustado	0,390033
Erro padrão	0,032115
Observações	10

ANOVA			
	<i>gl</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	6,754908	0,031666
Resíduo	8		
Total	9		

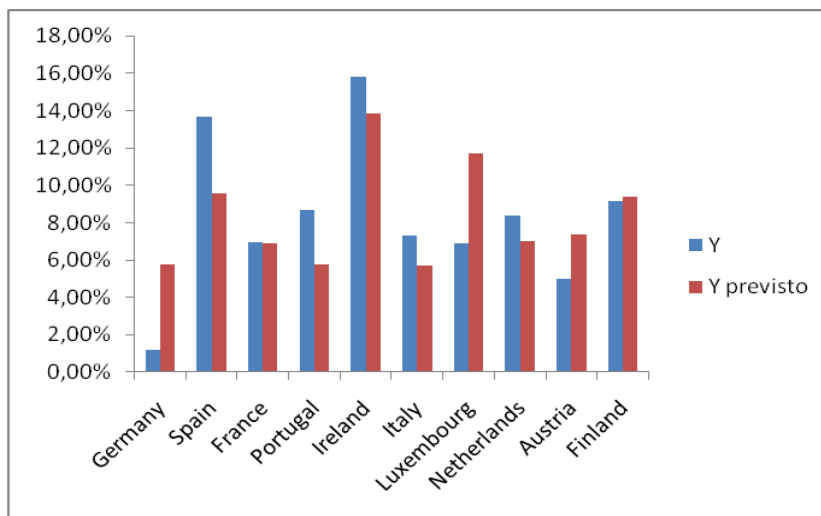
	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P
Intersecção	0,03117	0,022402	1,391405	0,201573
TMCA do PIB Real	2,01842	0,776608	2,599021	0,031666

Fonte: Cálculos do autor com base em EuroStat (2010 a) e EuroStat (2010 c).

Mais uma vez com estes dados, conclui-se que a TMCA do PIB Real é a variável significativa deste modelo, pois o seu *p-value* é inferior aos 5%, rejeitando assim a hipótese nula de que o beta é igual a zero. O “F de significação do ANOVA” mais uma vez comprova isso, pois o seu valor é inferior a 5%, logo rejeita-se a hipótese nula de que o regressor é insignificativo. Por último, este modelo explica cerca de 39% da variação da variável dependente e, apesar de ter um R² Ajustado inferior ao modelo original (54%), o modelo escolhido como modelo final é este último, visto que é composto apenas pelas variáveis significativas, neste caso é só uma.

E em termos gráficos obteve-se o seguinte:

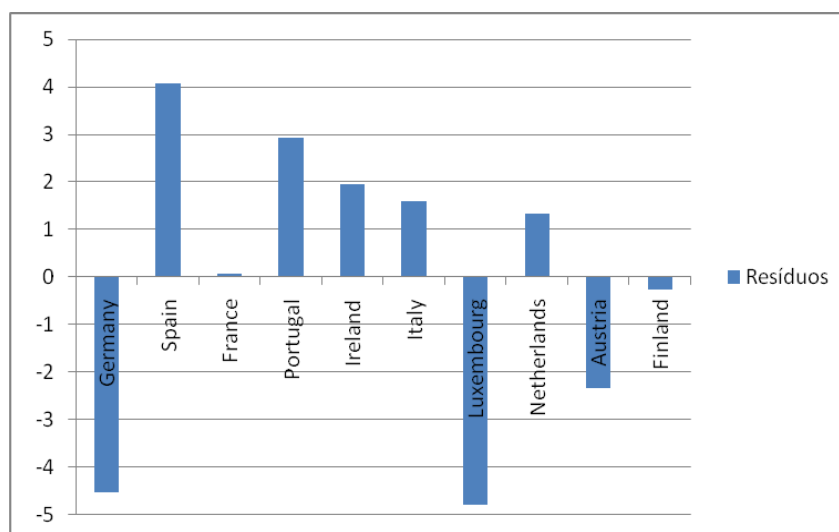
Gráfico 10 - TMCA do Crédito Observada e Prevista entre 1999 e 2007



Fonte: Cálculos do autor com base em EuroStat (2010 a) e EuroStat (2010 c).

Este gráfico vai de encontro ao concluído de há pouco, ou seja, que Espanha, Portugal e Irlanda tiveram *boom* no seu crescimento do crédito que não é totalmente explicado pela evolução do PIB Real, pois são os países em que a TMCA do crédito verificada é superior à taxa prevista de forma significativa (4,1 p.p., 2,9 p.p. e 1,95 p.p., respectivamente). Outros países como o Luxemburgo, a Alemanha e a Áustria são os que registaram maior diferença entre a taxa verificada e a prevista para baixo, ou seja, aqueles em que as taxas verificadas são inferiores às previstas de forma significativa (4,8 p.p., 4,5 p.p., 2,4 p.p., respectivamente). Os restantes países não apresentam taxas muito diferentes uma da outra, não chegando a 2 pontos percentuais de diferença. O seguinte gráfico comprova o concluído:

Gráfico 11 - Resíduos do Modelo Final (pontos percentuais)



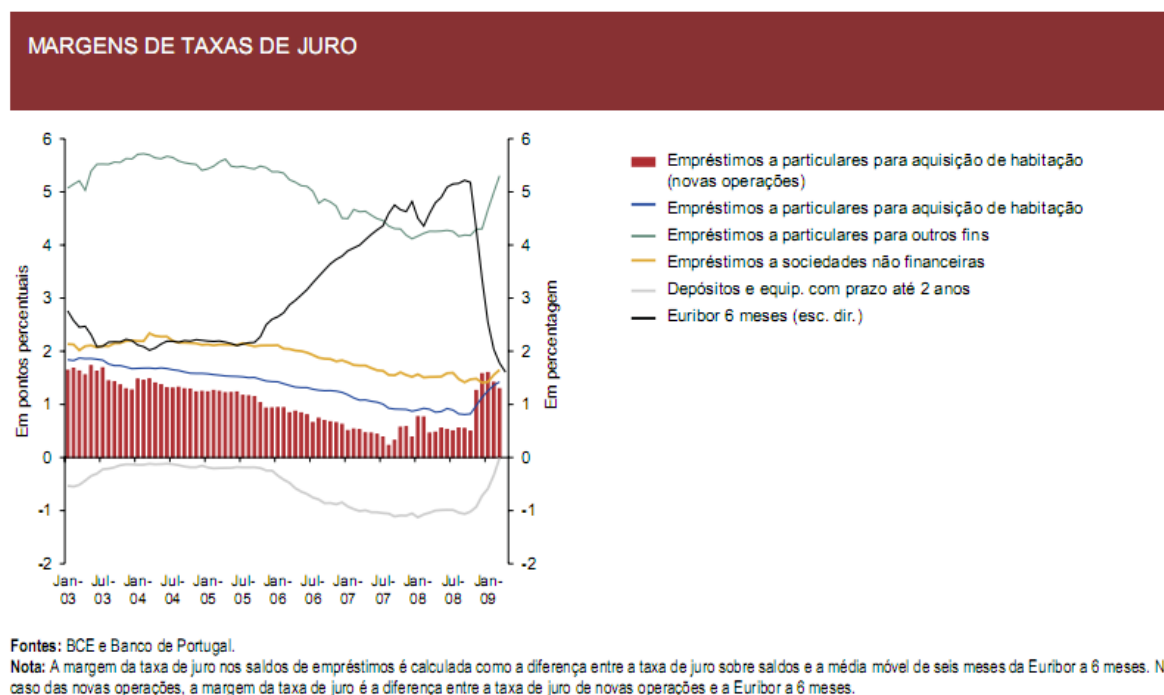
Fonte: Cálculos do autor com base em EuroStat (2010 a) e EuroStat (2010 c).

b) Spreads

O *spread* de taxas de juro de crédito (ou seja a diferença entre a taxa de juro praticada pelo banco e a taxa correspondente do MMI) é composto por três partes, custo de estrutura, custo de capital e perda esperada. A primeira parte consiste no custo de desenvolvimento da actividade da instituição financeira, enquanto que a segunda corresponde às remunerações para os accionistas. A terceira e última parte diz respeito ao custo associado ao risco de crédito da operação, o qual resulta do produto de PD (*Probability of Default* - Probabilidade de entrada em incumprimento no espaço de um ano) com o LGD (*Loss Given Default* - Perda a incorrer em caso de incumprimento) e com o EAD (*Exposure At Default* - Exposição no momento do incumprimento).¹⁷

Gráfico 12 - Margens das taxas de juro

Gráfico 2.1.9



Fonte: Banco de Portugal (2009 c).

De acordo com o Relatório Anual de 2008 do Banco de Portugal, a partir de 2007, os bancos tiveram dificuldades em aceder aos mercados de financiamento, o que levou a que estes

¹⁷ Informações consultadas em BES (2005).

alterassem o seu comportamento para com os seus clientes, tal como foi verificado em outros países europeus. As medidas principais tomadas foram a adopção de estratégias mais competitivas na captação de depósitos de clientes, aproximando desse modo a sua remuneração às taxas de juro do mercado monetário; e, uma concessão de crédito mais restritiva, tanto a nível das taxas de juro praticadas (aumento dos *spreads*) como a nível das outras condições (maturidade, montante concedido, garantias, etc.).

E, como se pode ver pelo gráfico acima, a variação das margens das taxas de juro (diferença entre a taxa de juro de uma operação e a Euribor a 6 meses) associada aos empréstimos a particulares para a aquisição de habitação e aos empréstimos a sociedades não financeiras, sofreu de uma descida até meados de 2008, apesar desta ser pouca significativa, voltando a subir a partir desse período. Já no caso dos empréstimos a particulares para outros fins verifica-se uma maior variação, sendo que também desce aproximadamente até meados de 2008, voltando depois a subir a partir daí. Apesar de se verificar uma descida bastante significativa da Euribor a 6 meses a partir de meados de 2008, a margem da taxa de juro correspondente aos empréstimos a particulares para a aquisição de habitação (incluindo a das novas operações) não segue a mesma trajectória, pelo contrário aquela margem aumentou. Isto permite concluir que os bancos penalizaram os *spreads* devido à desconfiança existente na economia, pois existe um maior risco de um particular ficar desempregado e de uma empresa ir à falência.

3.1.4. Hipótese nº 4 - Especulação

A especulação deriva do facto de existirem oportunidades de obter ganhos financeiros, ou seja, dos agentes financeiros¹⁸ poderem através de operações vultosas de compra ou venda de um determinado activo, forçar uma alta ou uma baixa do seu preço. Se o preço do activo aumenta, outros investidores irão comprá-lo se acreditarem que o preço possa subir ainda mais. Tais expectativas podem se concretizar ou não. Desta forma, a especulação pode levar à criação de bolhas especulativas, visto que a expectativa de que o preço de um determinado activo suba, irá acabar por sobrevalorizá-lo, e alguns agentes financeiros apesar de saberem isso, eles não irão vender já esse mesmo activo, pois ele ainda se encontra a valorizar no curto prazo, o que significa que os agentes ainda podem obter mais ganhos.

¹⁸ Qualquer indivíduo que investe no mercado financeiro, desde empresas, a bancos, bem como a particulares.

Este fenómeno é um fenómeno explosivo, ou seja possui um carácter exponencial, pois quanto maior é a sobrevalorização do activo, maior é a probabilidade de a bolha se esvaziar, ou seja, o risco a que os agentes financeiros estão expostos é cada vez maior, o que significa que o preço tem de subir cada vez mais rápido para garantir aos investidores ganhos cada vez maiores, de modo a compensar o risco a que estão expostos. Podendo concluir-se que isto aumenta ainda mais a sobrevalorização do activo, ou seja, é um processo cumulativo, em que um factor provoca o outro, repetindo desta forma o processo. Também é importante referir que os agentes financeiros esperam sempre sair antes da bolha rebentar.

a) Vendas a descoberto

Este tipo de operações corresponde a uma prática em que o investidor vende um activo ou um derivado antes mesmo de o possuir (pedindo-o emprestado), sendo que apenas vai adquiri-lo quando o seu preço cair e assim obter o seu lucro. O risco deste tipo de operação é que o preço pode não cair ou até mesmo pode aumentar após o pedir emprestado. Por outro lado, como não existe um preço máximo para um activo ou derivado, então a perda pode ser infinita, enquanto que o lucro por sua vez é limitado, uma vez que o valor de venda é definido quando o contrato é realizado e o preço no mínimo pode chegar a zero.

De acordo com o Relatório Anual de 2008 da CMVM, esta colocou restrições às vendas a descoberto (conhecidas também como *short selling*) sobre empresas financeiras nacionais cotadas, de modo a evitar a que estas desvalorizassem ainda mais devido a esta prática, e ainda estabeleceu novas regras para a transparência sobre este tipo de operações a descoberto. Ou seja, especificamente, a CMVM proibiu que os intermediários financeiros aceitassem e/ou executassem ordens de venda de acções emitidas pelas instituições financeiras nacionais cotadas (e de outros valores mobiliários que dêem o direito à sua aquisição, subscrição ou conversão) sempre que o responsável pelo pedido não dispõe dos montantes necessários no momento da transmissão da ordem.

Por outro lado, tornou obrigatória a divulgação a si de todas as operações a descoberto sobre valores mobiliários por parte da Euronext Lisbon e do PEX. E, em Setembro de 2008, aprovou um regulamento em que obriga a que lhe comuniquem todos os interesses a descoberto de valor igual ou superior a 0,25% do capital social das empresas pertencentes ao

PSI20, e ainda o dever de divulgarem ao mercado de idênticos interesses sobre empresas financeiras nacionais cotadas. Conclui-se assim que o *short selling* era prejudicial, daí ter sido colocadas restrições a ele e aparecerem novas regras nesse mercado.

b) Credit default swap

Os *credit default swap* (CDS) consistem num contrato *swap*, em que o comprador faz uma série de pagamentos ao vendedor e em troca recebe no futuro uma recompensa caso o respectivo instrumento de crédito em que investiu, normalmente obrigações ou empréstimos, não dê certo, sendo que isso pode derivar não só da falha no pagamento, como também de uma possível reestruturação do crédito, ou da falência do banco, ou ainda de uma diminuição do *rating* desse crédito. Por isso, é que os CDS são comparados com os seguros, uma vez que o comprador paga um prémio e em contrapartida pode receber uma recompensa caso um dos eventos especificados no contrato ocorra. No entanto, apresentam uma grande diferença entre si, pois enquanto o seguro é apenas um contrato que prevê uma indemnização por prejuízos efectivamente sofridos pelo tomador do seguro, o CDS prevê um pagamento igual para todos os tomadores.

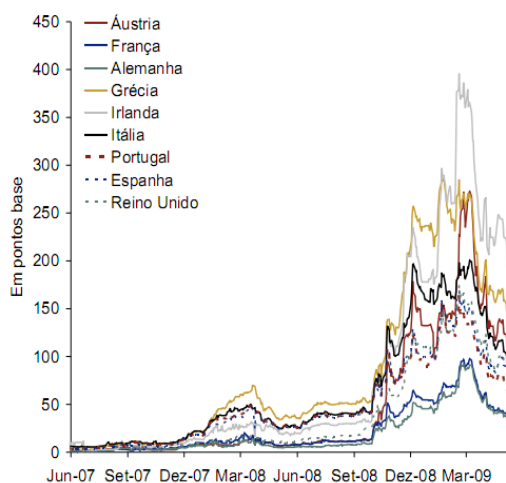
Este produto constitui ainda uma espécie de seguro de crédito contra a falência da empresa que emite a obrigação. E como o risco era negociado a um preço muito baixo, as seguradoras beneficiaram-se disso, só que com o rebentar da crise financeira o risco de crédito começou a aumentar, o que levou a que alguns bancos falissem, em especial o já referido anteriormente Lehman Brothers. Isto acarretou enormes perdas para as seguradoras que vendiam seguros de crédito.

São negociados em mercados não regulamentados, o que significa que não há uma entidade central que assegure os pagamentos no caso de uma das contrapartes falir, e com a falência da Lehman lançou-se a incerteza sobre quem iria pagar os CDS sobre as suas obrigações. São usados para especular na descida do preço das obrigações subjacentes, ou seja, dão mais benefícios a quem especula na descida do preço (assimétricos). E os CDS amplificaram a crise, porque quando os especuladores se aperceberam que as instituições estavam frágeis, especularam na baixa do preço das obrigações, o que forçou ainda mais a sua queda, aumentando o custo de financiamento das empresas.

Gráfico 13 - *Credit Default Swaps* (por países e por bancos portugueses)

Gráfico 2.2.16

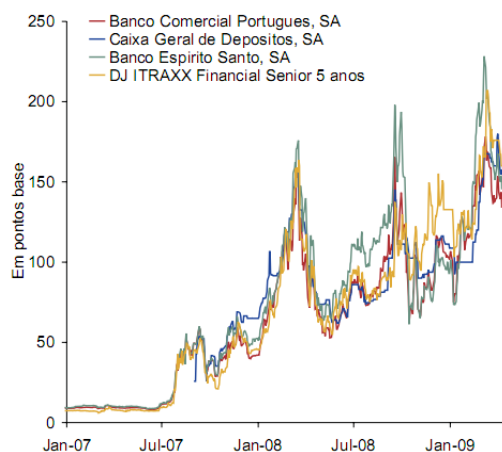
CREDIT DEFAULT SWAPS DE EMITENTES SOBERANOS EUROPEUS (5 ANOS SENIOR)



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 4.4.7

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.
Nota: Último valor: 30 de Abril de 2009.

Fonte: Banco de Portugal (2009 b).

Como se pode ver pelos gráficos, no primeiro verifica-se que, de Junho a Dezembro de 2007, os CDS emitidos pelos países em causa tiveram uma variação em pontos-base quase nula, mas a partir daí começaram a ter algumas variações até Setembro de 2008 mais ou menos, momento a partir do qual até Março de 2009 alcançaram variações elevadíssimas, sendo que as maiores foram verificadas na Irlanda (com um máximo de 400 p.b.), Grécia e Áustria (ambos com máximos entre os 250 p.b. e 300 p.b.), enquanto que a França e a Alemanha (ambos com máximos em 100 p.b.) foram os países que registaram as variações mais baixas nesse período, a seguir ao qual já se verifica uma redução da variação.

Já no segundo gráfico, verifica-se que os *spreads* dos CDS dos bancos portugueses aumentaram significativamente desde Julho de 2007, atingindo valores máximos em 2009, sendo que o BES é aquele que lidera com uma variação superior a 200 p.b., enquanto que o BCP é o que tem uma menor variação, com um valor em torno dos 150 p.b.. Assim se conclui que, após a crise, as seguradoras e as instituições financeiras começaram a emitir mais CDS e que o mercado financeiro português aumentou os *spreads* dos seus CDS, de forma a compensar o aumento do risco provocado pela crise.

3.1.5. Hipótese nº 5 - Taxas de juro

As taxas de juro directoras são o principal instrumento que os bancos centrais têm para a sua política monetária. A alteração destas taxas de juro depende do objectivo que cada uma destas instituições tem. Quanto ao BCE e ao Bank of England, estes têm como objectivo primordial, a estabilidade do nível geral de preços, ou seja, da inflação, mas, ao contrário do BCE, que tem sempre o valor definido (próximo, mas abaixo dos 2%), o Bank of England anuncia anualmente o valor, o qual actualmente se encontra nos 2%. A taxa de juro directora é o principal instrumento de ambos os BC para combater a inflação, sendo que a sobem quando a tendência da inflação é de subir, e que a descem quando a inflação tende a descer.

Por seu lado, o FED tem dois objectivos, o crescimento económico e a estabilidade dos preços (aproximadamente 1,5%), ambos com peso igual de importância, o que faz com que a alteração da taxa de juro dependa do factor que tiver mais risco, ou seja, se o risco da inflação for superior ao risco do produto real, então o FED sobe a taxa de juro, mas se se verificar o contrário, então desce a taxa de juro. Se os riscos forem iguais, o FED não altera a sua taxa de juro directora.¹⁹

É necessário referir, ainda, que as taxas de juro directoras servem como base para as restantes taxas de juro do mercado (dos depósitos, das concessões de crédito, das obrigações, etc.), afectando assim toda a economia. Daí a importância dos bancos centrais participarem no combate às crises, pois as taxas de juro devem ser baixas, de modo a compensar as quebras ou estimular o consumo e o investimento privado, a recuperar confiança dos agentes económicos, e a fomentar as economias. De salientar, ainda, que os bancos centrais possuem uma atitude *forward looking*, isto é, as suas decisões não são baseadas apenas no presente, mas também têm em conta as expectativas para o futuro.

¹⁹ Informações consultadas em Leão (s/ data).

Gráfico 14 - Taxas de juro directoras praticadas no início de cada ano



Fonte: Bank of England (2009), European Central Bank (2009) e The Federal Reserve Board (2009).

Após dar-se a crise financeira de 2008, o BCE começou a reduzir as taxas de juro da ZE desde 15 de Outubro de 2008, dia até ao qual vigorava 4,25% e que passou a vigorar 3,75%. Atingiu um mínimo recorde de 1% no dia 7 de Maio de 2009, tendo uma queda de 3,25 p.p.. Quanto ao FED, este desceu sucessivamente as taxas de juro para responder à crise, desde 18 de Setembro de 2007, dia até ao qual vigorava a taxa de 5,25% e que passou a 4,75%, acabando por atingir um valor entre 0% e 0,25% em 16 de Dezembro de 2008, ou seja, teve uma queda entre 5,25 p.p. e 5 p.p., respectivamente.

Quanto ao Bank of England, desceu a sua taxa de juro directora desde 6 de Dezembro de 2007, dia até ao qual vigorava um valor de 5,75% e que passou a 5,5%, e atingiu um mínimo de 0,5% em 5 de Março de 2009, o que representa uma queda de 5,25 p.p.. Conclui-se deste modo, que o FED foi aquele que alcançou a taxa de juro directora mais baixa, mas que em conjunto com o Bank of England, foram aqueles que mais desceram as taxas de juro, tanto em número de vezes como em proporção de valor. Verificou-se também que o BCE foi aquele que mais tarde começou a descer, cerca de um ano depois dos outros dois.

E, só foi possível o BCE e o Bank of England terem reduzido as taxas de juro na proporção em que foi feita, porque na conjuntura em questão a inflação se encontrava baixa. Também nos EUA, a inflação encontrava-se baixa, o que permitiu ao FED reduzir as taxas de juro, pois o risco do produto real era superior ao da inflação. Por último, conclui-se então que esta crise levou a que os bancos centrais descessem as taxas de juro directoras, de modo a ajudarem as

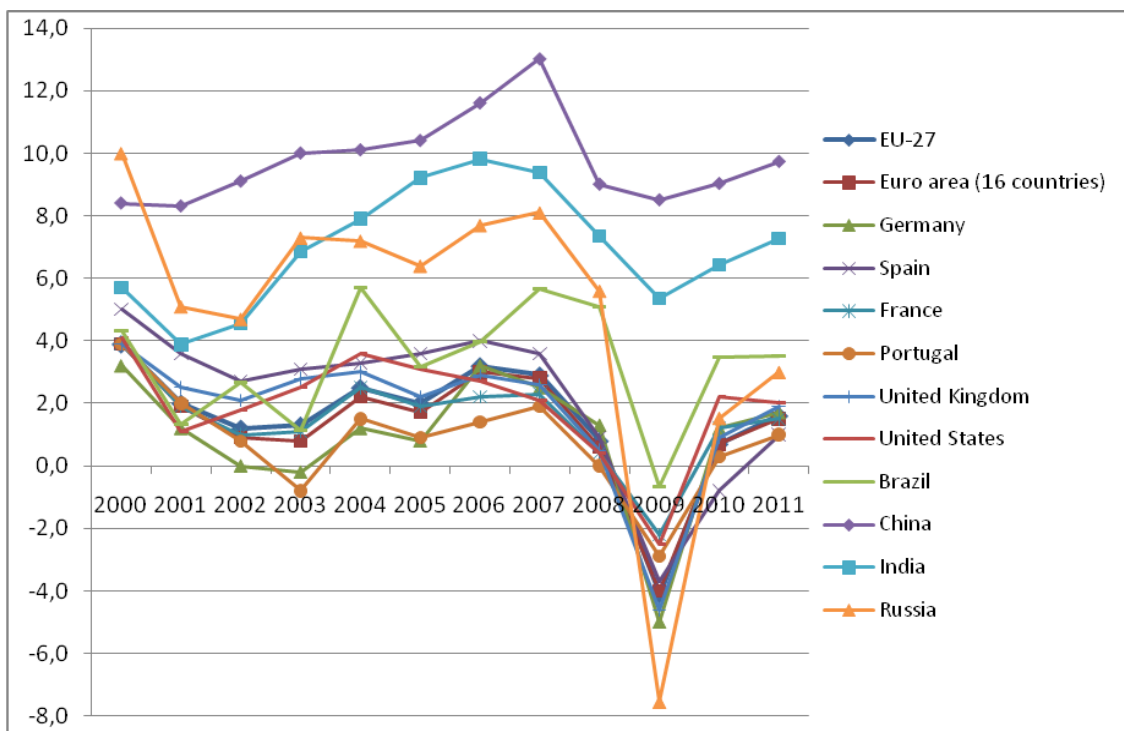
economias a enfrentarem-na melhor; e, ainda, que o BCE praticou uma política monetária intermédia, ou seja, nem laxista nem precavida, não contribuindo assim para a crise, ao contrário do FED e do Banco Central do Japão, os quais praticavam taxas de juro muito baixas e isso acaba por contribuir para a crise, tal como os autores Heinsohn, Decker e Heinsohn (2008) verificaram.

3.2. A economia real

3.2.1. Crescimento real

A taxa de crescimento do PIB Real é um indicador que permite verificar se as economias se encontram em expansão ou em recessão, e a respectiva amplitude dessa posição, ou seja, permite verificar qual o crescimento económico dos países, e, assim, compará-los uns com os outros, bem como verificar a evolução de um determinado país de forma isolada, uma vez que este indicador tem em conta a dinâmica das economias.

Gráfico 15 - Taxas de crescimento do PIB Real



Fonte: EuroStat (2009 d) e IMF (2009 c).

Como se pode ver pelo gráfico, quase todos os países em causa começaram a ter quebras de crescimento já a partir de 2007, com excepção de Portugal, Brasil e China, os quais só têm

quebras no ano seguinte. A Alemanha e os EUA são os que registaram as maiores quebras, 0,7 p.p. e 0,6 p.p., respectivamente. Em 2009 é quando se verificam as piores taxas de crescimento desde o início desta crise mundial, onde todos os países, excepto China (8,5%) e Índia (5,4%), apresentaram taxas de crescimento negativo, sendo que a Rússia (-7,5%), a Alemanha (-5%) e o Reino Unido (-4,6%) são os países com as taxas mais negativas. E as piores quedas percentuais nesse mesmo ano são da Rússia (13,1 p.p.), Brasil (5,7 p.p.) e Reino Unido (5,1 p.p.). Para 2010 é previsto que todos os países comecem a voltar a crescer, sendo que a China (9%) e a Índia (6,4%) são os países com os valores previstos mais elevados, enquanto que a Rússia (9,1 p.p.), Alemanha (6,2 p.p.), Reino Unido (5,5 p.p.) e EUA (4,7 p.p.) são os países a terem as maiores subidas percentuais previstas.

Em relação a Portugal, este registou desde 2002 até 2008, taxas de crescimento abaixo da UE e da ZE. Em relação à UE, apresentou as maiores diferenças em 2003 e 2006 com valores de 2,1 p.p. e 1,8 p.p., respectivamente; e, em relação à ZE, apresentou as maiores diferenças também em 2003 e 2006 com valores de 1,6 p.p. em ambos. Em 2009, Portugal pela primeira vez registou melhores resultados tanto em relação à UE e à ZE, depois de em 2000 e 2001 ter apresentado diferenças nulas. Em termos de distâncias às médias da UE e da ZE, verificou-se que Portugal e França são dos países que mais se distanciaram negativamente da UE e da ZE, em 2007 e 2008; enquanto que, em 2009, é a Alemanha e o Reino Unido; e, em 2010 e 2011 é previsto serem a Espanha e Portugal.

Pode-se concluir desta forma, que esta crise levou a que grande parte das economias tivessem entrado em recessão, enquanto que outras só em abrandamento (China e Índia). Concluiu-se ainda que do conjunto de países em análise, que a Rússia (15,2 p.p.), a Alemanha (8,2 p.p.), a Espanha (7,7 p.p.), e o Reino Unido (7,5 p.p.) são os países que tiveram maiores quebras percentuais no seu crescimento entre o período de 2006-2009. A China é dos países em causa menos afectado por esta crise, tanto em termos reais como percentuais. Sendo que, de seguida, o que menos sofreu em termos de variação percentual foi Portugal (mas em 2010 e 2011 é o que apresenta a pior taxa de crescimento, junto com Espanha), no entanto em termos reais foi a Índia, a qual também não teve taxas de crescimento negativas.

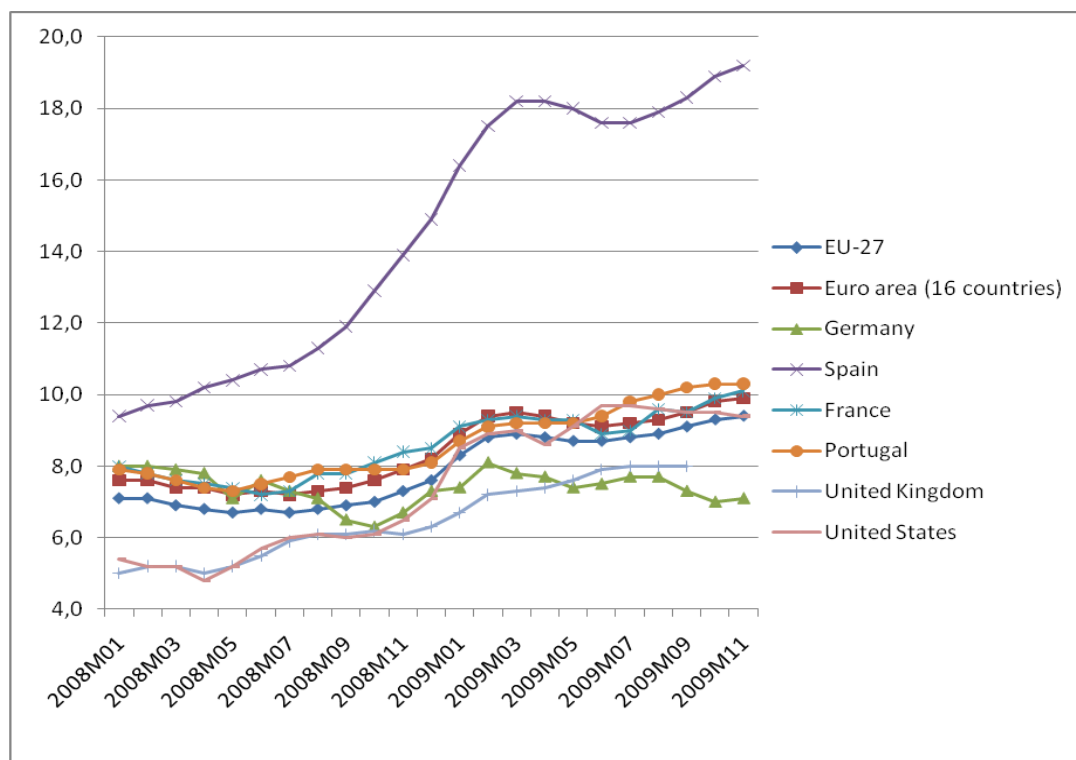
No caso de Portugal, este ‘pequeno’ impacte confirma o que se concluiu em tópicos anteriores, ou seja, que Portugal não esteve exposto directamente às principais causas da crise, ou seja, dos produtos financeiros tóxicos, de bolhas no mercado imobiliário, etc.. Por último,

os BRIC foram os que sofreram menos com a crise, como se viu, com excepção do Brasil em 2009 que teve uma pequena recessão de 0,7%, e da Rússia que foi a mais afectada dos países em causa.²⁰

3.2.2. Desemprego

No tópico sobre a origem desta crise, verificou-se que o desemprego aumentou, devido aos factores já referidos, a diminuição da produção e do investimento por parte das empresas, e o aumento da falência de empresas. O indicador que será utilizado é a taxa de desemprego, a qual representa a percentagem do número de desempregados face ao total da população activa, a qual por sua vez é composta por todos aqueles que estão no mercado de trabalho (dos 15 aos 64 anos), estejam eles empregados ou desempregados. Este indicador pode ser complementado com a taxa de emprego, que representa a percentagem de número de empregados face ao total da população em idade de trabalhar.

Gráfico 16 - Taxas de desemprego em %



Fonte: EuroStat (2009 c).

²⁰ Para mais informações sobre os BRIC ver Agência Brasileira de Inteligência (2008); e, em particular sobre a Rússia, ver Antunes (2008) e Mautone (2009).

Tal como se vê pelo gráfico, Portugal até se encontrava ao nível da média da ZE, apesar de estar ligeiramente acima nos períodos de Junho de 2008 até Novembro de 2008 e de Junho de 2009 até Novembro de 2009, apresentando uma diferença máxima de 0,6 p.p. em Agosto de 2008 e de 0,7 p.p. em Agosto e Setembro de 2009, respectivamente. De Janeiro a Abril de 2009, Portugal até apresentou valores abaixo da média da ZE, apresentando uma diferença máxima de 0,3 p.p. em Fevereiro e Março. Em relação à média da UE, Portugal situava-se sempre acima, apresentando uma diferença máxima de 1,1 p.p. em Agosto de 2008 e Agosto e Setembro de 2009. Em termos da evolução da taxa, ela sobe cerca de 2,1 p.p., pois passa de 7,9% em Janeiro de 2008 para 10,3% em Novembro de 2009, onde regista o valor mais elevado.

Dos outros países em causa, a Alemanha estava abaixo da média da ZE a partir de Agosto de 2008 e abaixo da média UE a partir de Setembro de 2008, nunca ultrapassando os 8,1%; o Reino Unido, que sempre esteve abaixo das médias da ZE e da UE, passou a apresentar uma trajectória ascendente (subiu 3 p.p. no período em questão); a Espanha, que claramente sempre esteve acima das médias da ZE e da UE, e que apresentou uma subida contínua (com excepção de Abril a Julho de 2009), passou de 9,4% em Janeiro de 2008 para 19,2% em Novembro de 2009, claramente mais do dobro, em menos de 2 anos.

Em relação à França, esta teve uma queda de Janeiro até Julho de 2008, mas a partir daí aumentou de forma contínua até atingir 10,1% em Novembro de 2009 (mais 2,1 p.p. em relação a Janeiro de 2008). Quanto aos EUA, a taxa desceu de Janeiro até Abril de 2008, mas a partir daí subiu de forma contínua, apesar de ter apresentado uma ou outra pequena queda mas nada de significativo, chegando a atingir os 9,7% em Junho e Julho de 2009 (mais 4,3 p.p. em relação a Janeiro de 2008). Desta forma, conclui-se que no período em análise, a crise financeira levou a um aumento do desemprego, e que Portugal (2,4 p.p.) e França (2,1 p.p.) são dos países em análise que menos foram afectados, enquanto que a Espanha foi a mais afectada, com um aumento de quase 10 p.p., atingindo uma taxa de 19,2% em Novembro de 2009. A UE e a ZE tiveram ambos um aumento de 2,3 p.p..

De referir, ainda, que devido aos mercados de trabalho na UE serem diferentes (uns mais flexíveis, outros mais rígidos), então eles reagem de forma diferente, logo não se pode ter a certeza absoluta que o impacte imediato em Portugal nesta variável não foi muito grande, visto que, em termos percentuais, Portugal apresentou a partir de Julho de 2009 até ao fim do

período em análise, a segunda maior taxa de desemprego dos países analisados, atingindo o máximo de 10,3% em Novembro de 2009.

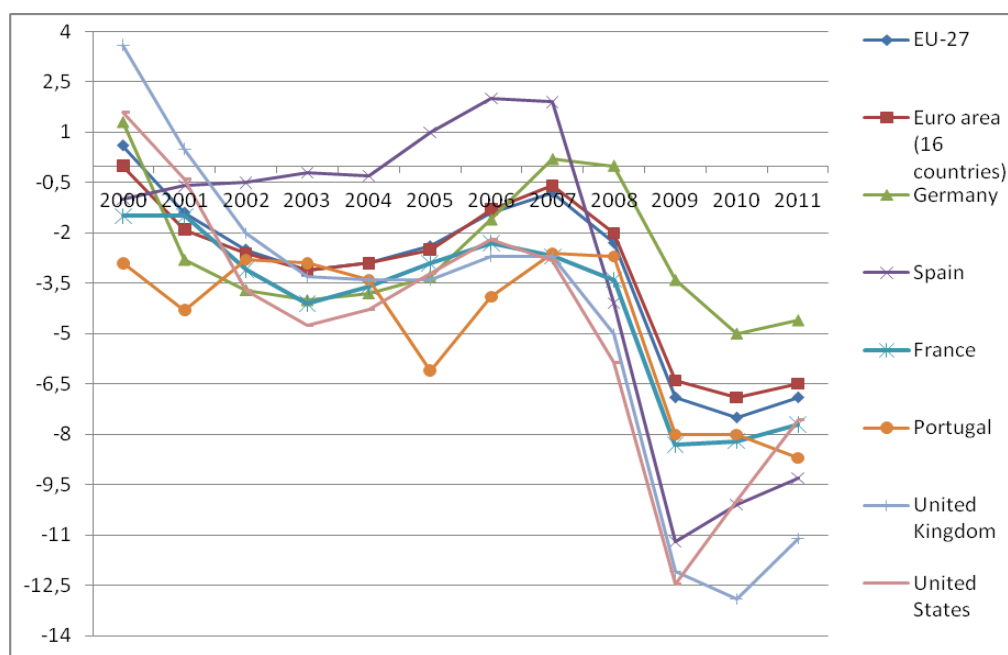
3.2.3. *Défices orçamentais e dívida pública*

Os défices orçamentais resultam do facto de quando as receitas públicas são inferiores às despesas públicas, ou seja, resultado da situação em que o Estado gastou mais do que aquilo que gerou, daí ser denominado por *défice*. Caso se verificasse o contrário, seria denominado por *superavit*. E, tanto as receitas como as despesas públicas, dividem-se em dois grandes grupos, nas correntes e de capital, havendo deste modo três tipos de saldo, o saldo corrente (diferença entre as receitas correntes e as despesas correntes), o saldo de capital (diferença entre as receitas de capital e as despesas de capital), e, por último, o saldo global, que será a soma dos dois saldos anteriores²¹.

De referir, ainda, que os Estados-Membros da UE devem cumprir com os objectivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), de acordo com o qual os países devem apresentar regularmente programas de estabilidade ou programas de convergência, para além de não poderem exceder os défices orçamentais acima dos 3%, e não excederem a dívida pública para além dos 60% do seu PIB. Tudo isto para garantir a consolidação das contas públicas, ou seja, uma situação orçamental controlada, de modo a que os excessivos défices irresponsáveis não tivessem efeitos nocivos sobre o crescimento e a estabilidade macroeconómica dos restantes países membros da UE, em particular os da Zona Euro. No entanto, ambos os objectivos podem ser flexíveis em determinadas situações como, por exemplo, encontrarem-se num período de abrandamento ou recessão, como é o caso.

²¹ As seguintes informações são consultadas em Direcção-Geral do Orçamento (2010): As receitas correntes dizem respeito às receitas fiscais (impostos sobre o rendimento e o património das famílias e empresas (IRS, IRC, IMV, etc.), nos impostos sobre a produção e importações (IVA, IA, IMI, IMT, etc.), e nas contribuições sociais (descontos para a reforma do regime geral e do regime de funcionários públicos)), à venda de bens do Estado (terrenos, edifícios, etc.), e a outras receitas correntes (juros das empresas públicas, etc.). Em relação às despesas correntes, estas representam as despesas com o pessoal, consumos intermédios, transferências correntes para as famílias (subsídios, rendimentos mínimos, pensões de reforma, etc.), juros de dívida pública, outros subsídios, e outras despesas correntes. As receitas de capital prendem-se com a venda de empresas do Estado (privatizações), enquanto que as despesas de capital dizem respeito aos investimentos públicos (construção de estradas ou de hospitais, etc.).

Gráfico 17 - Défices orçamentais em % do PIB



Fonte: European Commission (2009) e IMF (2009 a).

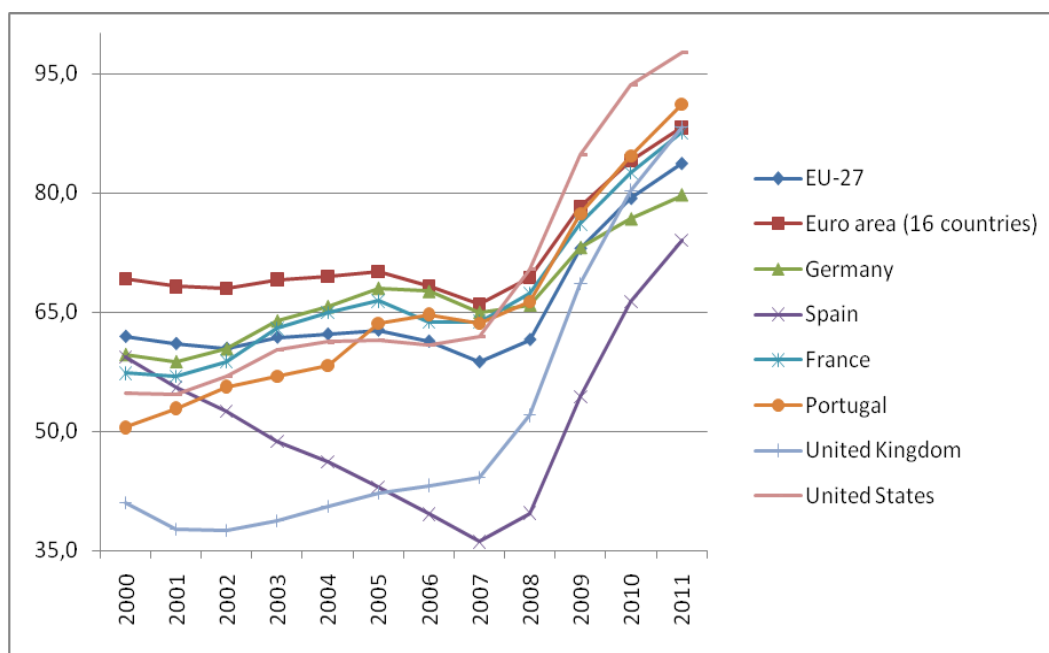
Como se vê pelo gráfico, em 2008, os governos dos países em causa começaram a ter os seus défices orçamentais agravados de forma significativa, sendo que aqueles que tiveram maiores défices nesse ano foram os EUA com um valor de 5,9%, o Reino Unido com 5%, e a Espanha com um valor de 4,1%. Mas, nos três anos seguintes é previsto os países terem os seus défices muito mais agravados, salientando-se os casos dos EUA (12,5%), Reino Unido (12,1%) e Espanha (11,2%), em 2009; Reino Unido (12,9%), Espanha (10,1%) e EUA (10%), em 2010; e, em 2011, Reino Unido (11,1%), Espanha (9,3%) e Portugal (8,7%).

Em relação ao caso português, o ano de 2003 é o único ano que Portugal regista melhor resultado que a média da UE e da ZE. E é previsto atingir em 2011 um défice orçamental de 8,7%, o maior valor registado no período em causa. Em 2007 e 2008, Portugal encontrava-se abaixo dos 3% definidos pela UE, mas em 2009 e 2010 é previsto ter um valor de 8% em ambos os anos, claramente superior aos 3% definidos (5 p.p. acima), aos -6,9% e -7,5% da média da UE, respectivamente, e aos -6,4% e -6,9% da ZE, respectivamente. Verificou-se ainda que teve um agravamento de 6,1 p.p. no seu défice, comparando o ano de 2011 com o de 2007. Dentro dos países da UE que se está a usar na análise, o Reino Unido e a Espanha, por esta ordem, são claramente os países a apresentarem os piores resultados previstos, tal como já se tinha referido no parágrafo anterior.

No caso do Reino Unido, o agravamento previsto é de 8,4 p.p. entre 2007 e 2011, enquanto que para a Espanha se prevê um agravamento de 11,2 p.p., um agravamento superior ao do Reino Unido, apesar deste apresentar défices superiores. Os EUA são o país previsto registar o menor agravamento (4,7 p.p.). Pode-se concluir, então, que Espanha, Reino Unido e Portugal, são os países previstos serem mais afectados pela crise, a qual levou a um aumento bastante significativo dos défices orçamentais dos vários governos do mundo, devido, a um lado, às medidas de apoio tomadas aos diversos agentes económicos (empresas, famílias e bancos), e por outro, devido ao facto dos governos serem aqueles que têm de investir mais na economia durante este período de forma a compensar as quebras de consumo e investimento privado. O elevado desemprego verificado no subtópico anterior ajuda a explicar em parte o aumento do défice orçamental devido aos apoios sociais.

Passando à dívida pública, a qual corresponde à dívida que um determinado Estado tem, e como qualquer dívida é um conjunto de compromissos financeiros, os quais são vencíveis em dados prazos. É importante manter a dívida pública num nível sustentável, pois o excessivo endividamento de qualquer entidade, seja particular ou institucional, pode levar a situações de dificuldade financeira.

Gráfico 18 - Dívida Pública em % do PIB



Fonte: European Commission (2009), EuroStat (2009 b) e IMF (2009 b).

É notório que foi de 2007 para 2008, que os valores da dívida pública começaram a aumentar de forma contínua até 2011, ano onde os países em causa atingem os piores resultados no período de 2000 a 2011. EUA e Portugal são os países previstos figurarem em primeiro e em segundo lugar, com valores de 97,7% e 91,1%, respectivamente. A Espanha é o país que é previsto apresentar o valor mais baixo (74%). Quanto à evolução de Portugal, a sua dívida pública teve um agravamento de 27,5 p.p, entre 2007 e 2011. Comparando com a média da UE, Portugal desde 2000 a 2004 apresentou resultados positivos, abaixo da média europeia, mas, a partir de 2005, começou a distanciar-se negativamente, sendo a maior diferença a de 7,4 p.p. em 2011. Já em relação à média da ZE, Portugal apresentou melhores resultados de 2000 até 2009, sendo que, a partir de 2010, distancia-se negativamente, atingindo a pior diferença em 2011 (2,9 p.p.).

Dos países analisados, a Alemanha e a França são os países previstos terem uma menor subida da dívida pública, com valores de 14,7 p.p. e 23,8 p.p. no período de 2007 a 2011, respectivamente. Portugal registou um aumento de 27,5 p.p. neste mesmo período, mostrando que também foi bastante afectado pela crise neste aspecto, uma vez que no início dos anos 2000 era um dos países com valores mais baixos. E os três países que são previstos liderarem os agravamentos mais graves em pontos percentuais, entre 2007 e 2011, são o Reino Unido (44 p.p.), a Espanha (37,9 p.p.) e os EUA (35,8 p.p.). O Reino Unido era o que apresentava dívida pública baixa de 2000 a 2005, sendo que a partir daí até 2007, a Espanha é o que apresentou valor mais baixo.

Isto permite então concluir que a crise agravou os défices orçamentais e, por consequência, as dívidas públicas, sendo que os últimos três países referidos são os previstos a apresentar os piores aumentos em pontos percentuais; e que estas duas variáveis foram dos principais efeitos negativos desta crise numa segunda fase, em conjunto com o desemprego como se viu no subtópico anterior. Para além disso, ter um agravamento na dívida pública é mau porque isso leva a um aumento do risco, ou seja, o Estado em causa e as instituições financeiras desse país irão pagar juros mais altos.

De salientar ainda o caso da Grécia²², a qual se encontra numa posição muito frágil, devido ao seu défice orçamental e dívida pública elevados, mesmo antes da crise. O seu défice

²² Informações consultadas em The Economist (2010), Folha Online (2010) e Diário Económico com Lusa (2010 a).

orçamental atingiu, em 2009, 13,6% do PIB, um dos mais altos da UE, e a sua dívida pública cerca de 113% do PIB. Esta situação precária (anterior à crise) originou-se devido aos elevados gastos públicos provocados em parte pelo aumento dos salários dos funcionários públicos (duplicaram) e pelos empréstimos de elevadas quantias que contraiu (a sua economia ficou 'refém' da crescente dívida), enquanto que do lado da receita existia uma elevada fuga de impostos. Os números foram 'mascarados' para que a situação grega não fosse exposta, mas quando o novo governo grego tomou posse, nos finais de 2009, as 'fraudes' destes números vieram ao de cima. Tudo isto, em conjunto com a crise mundial, levou a Grécia à situação em que se encontra.

Em termos absolutos é estimado que a sua dívida pública ascenda a 300 mil milhões de euros, e por ser tão elevada e a Grécia já não conseguir resolver a situação sozinha, então esta resolve pedir ajuda à UE e ao FMI, os quais aceitaram fornecer empréstimos a taxas razoáveis no valor de 110 mil milhões de euros, dos quais 80 mil milhões serão da UE e os restantes do FMI. Porque é que esta situação requer tanto a preocupação da UE? Porque isto enfraquece o euro e leva a uma descida dos *ratings* dos países e das instituições financeiras devido ao aumento do risco, tornando os financiamentos mais caros, o que poderia derrubar outras economias da Zona Euro que se encontram em situação frágil, casos de Portugal, Irlanda, Itália e Espanha. Esta descida de *ratings* também explica o aumento dos *spreads* dos CDS que se verificou na hipótese nº 4. Por outro lado, os vários bancos europeus possuem obrigações do tesouro desses países referidos, logo o risco de contágio para o resto da UE aumenta, pois esses títulos perdem valor e, em caso de um dos países entrar em bancarrota, a situação piora, daí estes títulos serem chamados de novos produtos financeiros tóxicos.

Perante esta situação da UE, Daniel Gros e Thomas Mayer (The Economist (2010)) concluíram que a Zona Euro deveria preparar-se para crises deste tipo em vez de apenas tentar evitá-las, uma espécie de segundo plano. A proposta deles passa pela criação de um sistema de seguros (um fundo) em que os prémios seriam baseados no défice orçamental e na dívida pública de cada um dos países membros do euro, sendo que as quantias arrecadadas iriam servir de empréstimos aos países quando fosse necessário, de forma a contrariar a situação negativa dos mercados. E afirmam ainda que, caso um país não consiga cumprir com as condições anexadas aos empréstimos e de evitar o incumprimento, este fundo trocava as 'más' obrigações por 'boas' obrigações de outros membros, de forma a limitar o efeito de contágio.

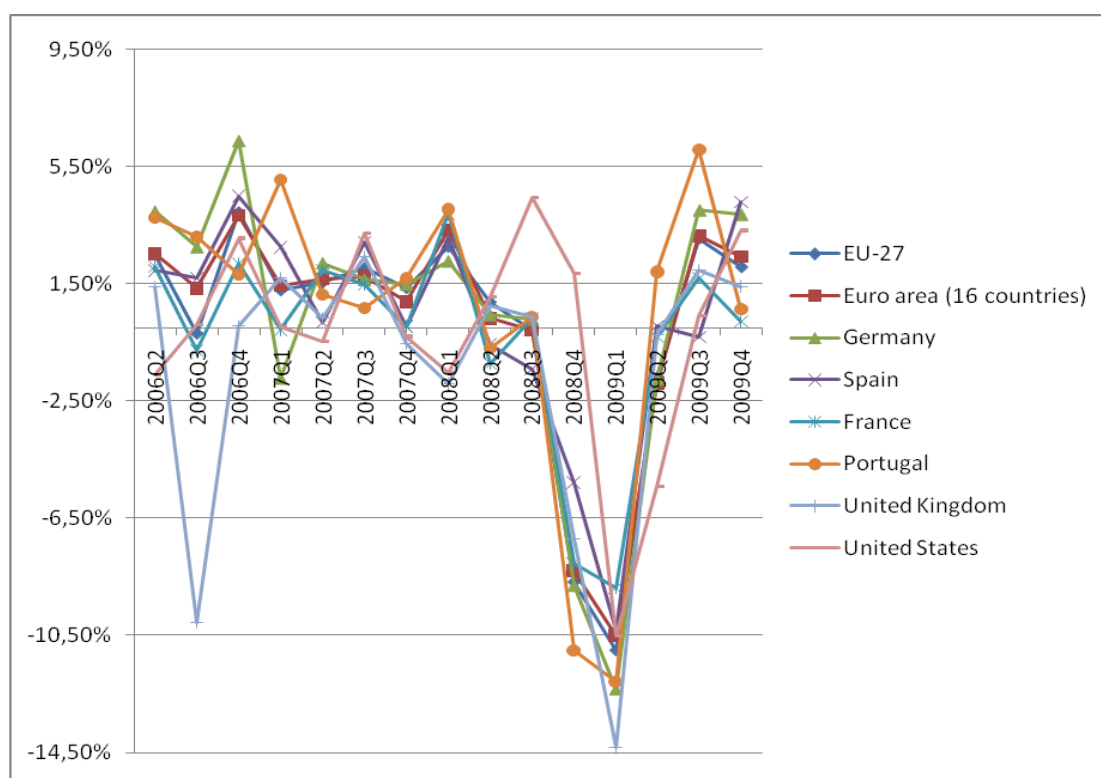
De referir, ainda, duas coisas, por um lado, que os valores apresentados para 2010 e 2011 de ambas as variáveis são valores previstos (e previstos na data em que a respectiva base de dados foi pesquisada), e como actualmente os países já se encontram a reduzir fortemente os seus défices orçamentais, e por consequência as suas dívidas públicas, então estes valores não serão exactamente os valores correctos. Por outro lado, nos tópicos 4 e 5, essencialmente no 4, será feita uma apresentação de medidas que foram tomadas e propostas para fazer face à crise, explicando, desse modo, o porquê do disparo dos défices orçamentais e das dívidas públicas. No fim de Junho de 2010, o G20 decidiu que os países desenvolvidos têm de reduzir os seus défices até 2013 e estabilizar ou inverter a evolução da dívida pública a partir de 2016. Assim, a Europa conseguiu exportar o seu modelo de controlo orçamental para o resto do mundo, embora não hajam sanções.²³

3.2.4. Exportações

Como se concluiu na hipótese nº 1, a crise não se propagou até ao nosso país através de uma bolha no mercado imobiliário nacional ou da existência de produtos financeiros tóxicos nos bancos portugueses. E conforme concluído na análise qualitativa dos produtos financeiros tóxicos, viu-se que o principal mecanismo de transmissão para Portugal foi o financiamento no exterior, mas também é preciso analisar as exportações, um dos principais mecanismos de transmissão desta crise, daí ser necessário verificar qual foi a sua evolução, sendo que estas indicam a quantidade total de bens e serviços que um país exporta.

²³ Informação consultada em Rego (2010 a).

Gráfico 19 - Taxas de crescimento das exportações (variação do trimestre anterior)



Fonte: EuroStat (2009 a).

Como se pode ver pelo gráfico, Portugal apresenta de vez em quando uma das, se não mesmo, a maior taxa de crescimento face ao trimestre anterior, especificamente, regista no segundo e terceiro trimestre de 2006 (3,76% e 3,11% respectivamente) o segundo maior crescimento, estando apenas abaixo da Alemanha (3,97% e 2,75% respectivamente) nesses mesmos períodos, enquanto que nos primeiros trimestres de 2007 (5,06%) e de 2008 (4,04%), no quarto trimestre de 2007 (1,68%) e nos segundos e terceiros de 2009 (1,91% e 6,08% respectivamente) regista o maior de todos. Mas no terceiro de 2007 (0,67%) e no último trimestre de 2008 (-11,03%) regista o pior crescimento, e no trimestre seguinte é o terceiro pior (-12,08%).

Verificou-se que entre o primeiro trimestre de 2008 (quando as exportações começaram a decair) e o segundo de 2009 (quando as exportações voltaram a crescer), dos países em causa, a França (-4,22 p.p.), a Alemanha (-4,03 p.p.) e os EUA (-3,89 p.p.) são os países com piores evoluções, e que apenas o Reino Unido apresentou uma variação percentual positiva (1,66 p.p.), sendo por isso aquele que menos sofreu nas exportações devido à crise, seguido de Portugal com uma variação negativa de 2,13 p.p.. Por último, em termos das diferenças percentuais entre os Estados-Membros e a UE e a ZE, o Reino Unido é o que se destaca com a

maior diferença negativa de 4,67 p.p. face à UE no primeiro trimestre de 2008, e que Portugal é o que apresenta maiores diferenças positivas nos valores de 3,83 p.p. e de 3,59 p.p. face à ZE e à UE respectivamente.

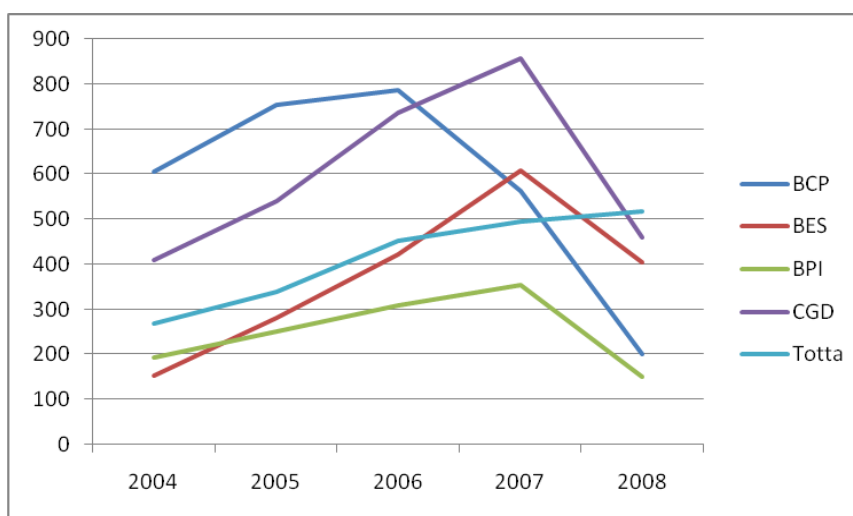
Conclui-se assim, mais uma vez, que a crise se propagou até Portugal mais por via do mecanismo do financiamento externo do que por via das exportações, visto que Portugal foi o segundo país que menos sofreu em termos das exportações, apesar de ter verificado uma pequena variação percentual negativa, o que acaba por não ter um impacto decisivo e significativo na propagação da crise até nós.

3.3. O sector financeiro

3.3.1. Lucros da banca e das seguradoras

Visto que os bancos, em conjunto com as seguradoras, são as instituições financeiras mais importantes do sistema financeiro, é importante ver a evolução dos seus lucros, verificando deste modo qual foi o impacto da crise nos lucros deste sector, uma vez que este é o mais prejudicado no início desta crise. Os bancos a serem analisados serão os cinco principais nacionais, BCP Millennium, BES, BPI, CGD, e Santander Totta, tal como se viu na descrição do sistema bancário português na introdução deste tópico.

Gráfico 20 - Lucros dos 5 principais bancos portugueses (milhões de euros)



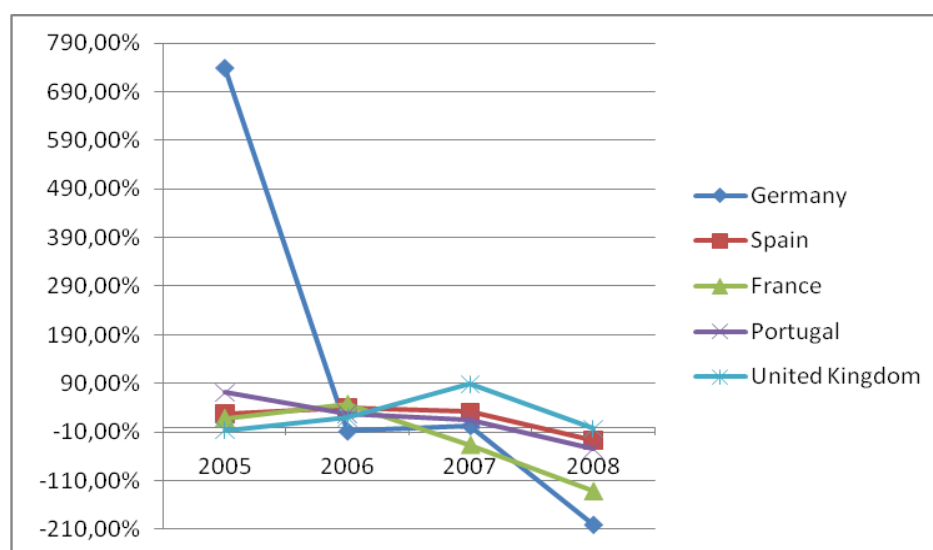
Fonte: BCP Millennium (2007), BCP Millennium (2009), BES (2009), BPI (2009), CGD (2008), CGD (2009), Santander Totta (2006), Santander Totta (2007) e Santander Totta (2009).

Como se pode ver pelos dados apresentados acima, o banco BCP Millennium foi o primeiro dos bancos portugueses em questão a ter quebras de lucros, a qual se registou em 2007 com uma queda de 28,43%, e em 2008 o valor agravou-se, caindo mais 64,28%. Quanto aos bancos BES, BPI e CGD só apresentaram quebras de lucros em 2008, sendo que o que registou maior quebra foi o BPI, com um valor de -57,67%, enquanto que o BES foi o que registou a menor quebra (-33,73%). Em relação ao banco Santander Totta, este foi o único dos cinco principais nacionais que não teve quebras de lucro, apesar de ter registado apenas uma subida de 4,76% de 2007 para 2008.

Pode-se, ainda, verificar que as subidas dos lucros são cada vez mais pequenas no período em causa, com excepção da CGD e do Totta, no período de 2005 para 2006; e, que o BES e a CGD são os bancos que registaram as maiores subidas em termos de lucros, pois subiram em cerca de 300% e 110%, respectivamente, quando se compara os resultados de 2007 com os de 2004, destacando-se claramente o BES. Conclui-se deste modo, que a crise causou quebras nos lucros dos bancos; que o banco que mais sofreu foi o BCP Millenium, visto que começou a ter quebras logo em 2007, e foi aquele que registou maior queda percentual; e, que o Santander Totta foi o que menos sofreu, pois nem registou um crescimento negativo nos seus lucros.

De seguida, vai-se analisar os lucros de vários sistemas bancários europeus, para que assim se possa comparar com o nosso sistema bancário e ver qual deles foi o mais afectado pela crise.

Gráfico 21 - Lucros de sistemas bancários europeus (variação do ano anterior)



Fonte: OECD (2010), Banco de Portugal (2009 b), Bank of England (2010 a) e Bank of England (2010 b).

Verifica-se a partir do gráfico que os países em causa, excepto a Alemanha e a França, tiveram um crescimento positivo até 2007, inclusive. Mas, em 2008, todos apresentaram quebras nos seus lucros, sendo que, em 2008, a Alemanha foi o país com a pior taxa de crescimento (cerca de -200%), seguindo-se a França com uma taxa de cerca -132%, chegando mesmo a atingir valores absolutos negativos, ou seja, tiveram perdas em vez de lucros (a Alemanha teve quase 20 mil milhões e a França quase 7 mil milhões de perdas). Portugal foi o terceiro país com menor taxa negativa, registando uma queda de cerca de 44,17%, sendo que o Reino Unido foi o que teve menor queda (3,33%). Concluindo, Portugal em termos absolutos não variou assim tanto, enquanto que em termos percentuais não foi assim tão prejudicado, quando comparado com os outros.

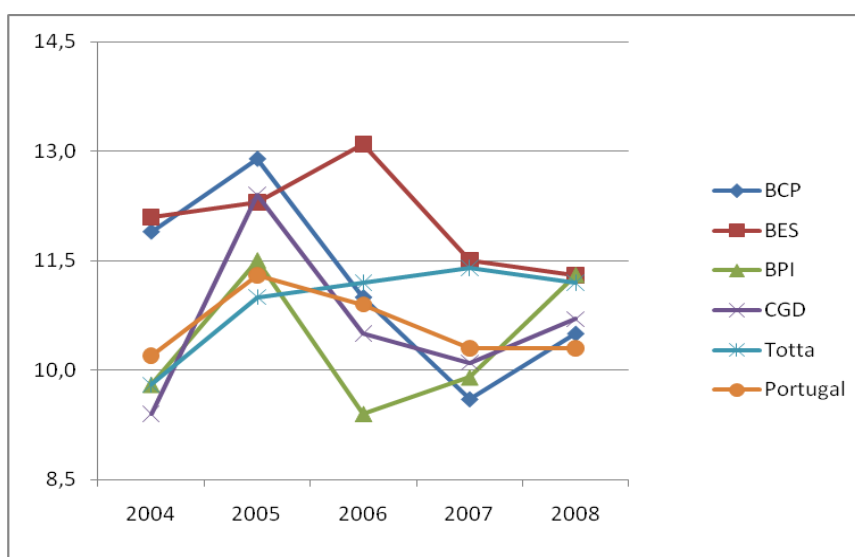
Quanto aos seguros, de acordo com os dados do ISP, os cinco bancos referidos atrás são aqueles que também detêm as maiores quotas de mercado no mercado das seguradoras (BCP Seguros/Fortis; BES Seguros/Credit Agricole; BPI Seguros; CGD/Caixa Seguros; Santander Totta Seguros), daí ser importante ver qual a evolução que o mercado Vida e Não-Vida dos seguros teve. Também é possível, a partir dos seus dados, ver que o Mercado Vida, em termos de volume de negócios, aumentou em 2007 e 2008 com taxas de crescimento de 6,9% e de 17,5%, respectivamente. Isto porque este mercado é muito influenciado pela *bancassurance* (relação entre banca e seguros) e pela fiscalidade, daí não ter sido muito afectado pela crise, mas já o Mercado Não-Vida é muito influenciado pela situação em que as economias se encontram, daí ter registado um crescimento negativo em 2008, com um valor de -1,3%.

A diferença verificada nestes dois mercados é explicada pelo facto de que, em períodos de abrandamento ou de recessão das economias, os indivíduos investem mais no ramo Vida (seguros de vida, seguros ligados a fundos de investimento, operações de capitalização) do que no ramo Não-Vida (automóvel, acidentes de trabalho, doença, incêndio e outros danos, etc.), uma vez que os primeiros permitem realizar poupanças, enquanto que os segundos estão mais relacionados com o consumo de bens duradouros, o qual desce neste tipo de períodos. E, como o ramo Vida é o que tem mais peso no mercado segurador, então as seguradoras não foram muito afectadas por esta crise, em termos de volume de negócios. Também o facto das seguradoras portuguesas não investirem em activos de elevado risco, uma das conclusões da hipótese nº 1, reforça esta conclusão.

3.3.2. Rácio de solvabilidade da banca

O rácio da solvabilidade é o instrumento financeiro mais importante para a determinação da solvabilidade de uma dada instituição financeira. Segundo as normas do Banco de Portugal, este rácio consiste numa relação entre o montante dos fundos próprios e o dos elementos do activo e extra-patrimoniais ponderados por coeficientes de risco. O seu valor deve ser no mínimo de 8%. E, quanto maior for o rácio, maior é a estabilidade, e quanto menor for, maior é a vulnerabilidade. Este rácio pode limitar o crescimento da concessão de crédito feita pelas instituições financeiras só com base em endividamento (depósitos e outros), obrigando-as por isso a aumentarem o capital e/ou a alienações (venda) de outros activos que detenham, caso pretendem continuar a crescer em crédito concedido.

Gráfico 22 - Rácio de Solvabilidade dos 5 principais bancos portugueses (em %)

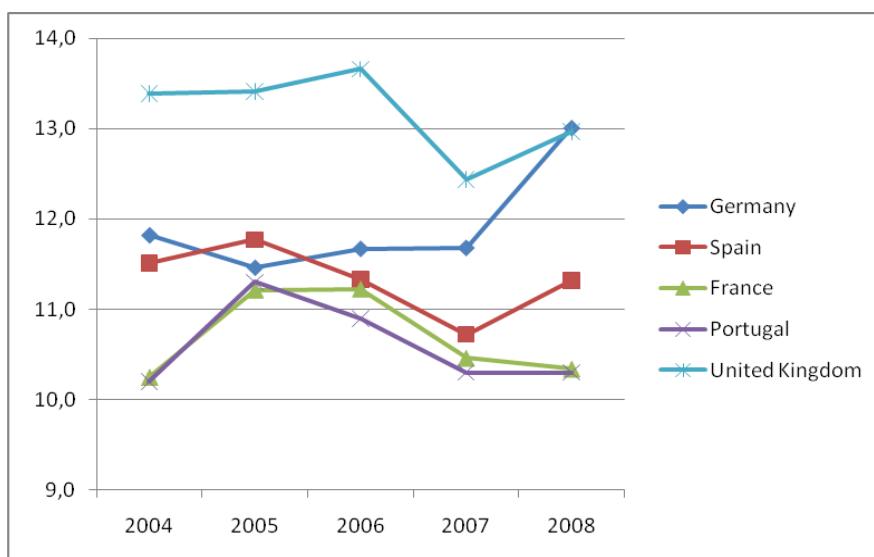


Fonte: BCP Millenium (2007), BCP Millenium (2009), BES (2009), BPI (2009), CGD (2008), CGD (2009), Santander Totta (2006), Santander Totta (2007), Santander Totta (2009) e Banco de Portugal (2009 c).

Como se pode ver pelo gráfico, apenas o BES e o Santander Totta registaram uma queda do rácio de solvabilidade de 2007 para 2008, passando de 11,5% para 11,3% (-0,2 p.p.) e de 11,4% para 11,2% (-0,2 p.p.), respectivamente. Mas, em termos totais, comparando os resultados de 2008 com os de 2004, o BCP foi o único banco a registar uma evolução negativa no valor de 1,4 p.p., o que significa que teve uma queda nesse valor de recursos financeiros sem risco para absorver perdas potenciais dos seus negócios. Apesar disto, todos os cinco bancos mantiveram este rácio acima dos 8% exigidos. Quanto à média do sector, em 2008, apresenta um valor de 10,3%, igual a 2007, mas, em 2005 e 2006, o valor era de 11,3% e 10,9%, respectivamente, concluindo-se assim que em 2008 o valor era inferior em relação aos anos anteriores, o que significa que a capacidade dos bancos portugueses de fazerem frente à crise diminuiu.

No entanto, de acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira 2008 do Banco de Portugal, a crise causou fortes pressões para aumentos de capitais próprios nos bancos, por causa das diminuições dos resultados, como se viu no subtópico anterior, e da perda do valor dos activos financeiros. Por outro lado, as autoridades competentes tomaram medidas de modo a atenuar os efeitos negativos desta crise nos fundos próprios dos bancos, das quais se destaca a medida que permite diferir por quatro anos os desvios negativos registados nos Fundos de Pensões dos empregados bancários.

Gráfico 23 - Rácio de Solvabilidade de sistemas bancários europeus (em %)



Fonte: ECB (2005), ECB (2006), ECB (2007), ECB (2008), ECB (2009) e Banco de Portugal (2009 c).

Como se pode ver pelo gráfico, Portugal tem uma evolução muito semelhante em relação à França, enquanto que os outros três países apresentam sempre resultados superiores, sendo que o Reino Unido é o que costuma apresentar melhores resultados em termos de rácio de solvabilidade, excepto em 2008, ano onde a Alemanha é que apresenta melhor valor (13,01%). De 2007 para 2008, todos os países em análise, excepto a França (queda de 10,46% para 10,34%) e Portugal (manteve o mesmo valor), melhoraram o seu rácio, sendo que a Alemanha foi o que mais aumentou (1,3 p.p.). Quanto à evolução entre 2004 e 2008, o Reino Unido foi o que teve pior evolução (caiu 0,4 p.p.), enquanto que a Alemanha foi o país com melhor evolução (subiu 1,2 p.p.). Concluindo, todos países registaram rácios acima do exigido, e Portugal foi o país a apresentar os valores mais baixos, sendo por isso aquele onde os bancos estavam menos preparados para enfrentar a crise.

4. Medidas anti-crise de curto prazo²⁴

Após verificar o impacto que a crise financeira de 2008 teve no nosso país, é também importante verificar quais têm sido as várias respostas tomadas para fazer face a esta crise por Portugal, bem como pelos outros Governos e Bancos Centrais, mais especificamente as medidas associadas aos sistemas bancários e financeiros. E, por isso, neste tópico pretende-se saber quais as principais medidas anti-crise que foram tomadas, numa óptica de curto prazo, ou seja, as medidas que têm um carácter temporário. Já as medidas de médio-longo prazo, com um carácter mais permanente, serão apresentadas no seguinte tópico, “O reforço da regulação e da supervisão”.

Passando então às medidas de curto prazo, verifica-se que tanto os Governos como os BC têm apostado em políticas fiscais e monetárias expansionistas. E, como se verificou no subtópico 3.2.3., os Governos têm aumentado as suas despesas públicas, de modo a compensar as quebras da procura agregada e a estimular o consumo e o investimento privado, através do apoio às empresas (redução das taxas de imposto; antecipação dos reembolsos de impostos; subsídios; apoios às PME); ao emprego (redução das contribuições sociais; prémios à criação de emprego); às famílias para terem rendimento (subsídios de desemprego, entre outros); e, à banca para ter liquidez para garantir o cumprimento das suas obrigações, e para continuar a conceder empréstimos na economia (injecções de capital; nacionalizações; garantias), apoiando assim as empresas e famílias mais uma vez.

De referir ainda que os Governos devem aplicar uma variedade de estímulos devido à incerteza e à amplitude que a crise teve, os quais devem ter as seguintes características: oportunos, ou seja, devem ter um efeito rápido e devem ser feitos no momento certo; bem orientados, de forma a maximizar os seus efeitos; e temporários ou reversíveis, de forma a evitar a deterioração da sustentabilidade orçamental. Estas características foram enumeradas por Santos (2009), o qual também concluiu que a Europa apostou mais nas medidas do lado da despesa, uma vez que estas têm um maior impacto, e que deu mais ênfase no ano 2009, ao contrário dos EUA que aposta mais nas medidas do lado da receita e que vai dar mais ênfase no ano 2010.

²⁴ Informações consultadas em Leão (2009) e Leão (s/ data).

Por outro lado, os BC têm tido duas grandes respostas. Por um lado, têm sucessivamente reduzido as taxas de juro directoras, como se verificou no sub-tópico 3.1.5., tendo o objectivo de estimular o consumo, o investimento, e as exportações, e de desincentivar as importações; e, por outro lado, têm comprado obrigações de algumas empresas, para que estas possam obter financiamento, uma vez que os bancos comerciais têm sido restritivos na concessão de crédito.

É de referir que os bancos centrais têm um dilema, pois têm de pesar o produto real e a inflação na tomada das suas decisões, pois quando descem a taxa de juro estimulam o produto real, mas contribuem para o aumento da inflação; e, quando aumentam a taxa de juro diminuem o produto real, enquanto que a inflação tende a descer.

De referir, ainda, que os Governos e que os BC têm um importante papel em restaurar a confiança nos diversos agentes económicos (famílias, empresas, bancos, e investidores), pois isso será um factor crucial para ultrapassar a situação em que o mundo se encontra. Isto porque, enquanto as famílias tiverem receio, irão continuar a poupar e a não optarem pela contracção de crédito, o que significa que o consumo continuará a reduzir-se. As empresas, por sua vez, irão aumentar os despedimentos e reduzir os seus investimentos e as compras de matérias-primas e de produtos intermédios. Já em relação aos bancos, é preciso ter em conta dois factores, por um lado, enquanto estiverem receosos de conceder empréstimos no MMI, este não irá funcionar bem, e os bancos deficitários de reservas terão problemas de liquidez; e, por outro lado, enquanto estiverem receosos das falências de empresas e do aumento do desemprego, irão continuar a restringir a concessão de crédito nas economias, limitando assim o consumo e o investimento. Por último, os investidores irão continuar a investir pouco em acções e obrigações de empresas, enquanto o preço destas se encontrar baixo e não haver perspectivas de aumentarem, o que limita que estas possam ter acesso a fundos de que precisam, uma vez mais.

De seguida serão apresentadas as respostas adoptadas nos EUA, na UE, e em Portugal, de forma a perceber como é que cada um tem reagido perante esta crise financeira e económica, dando mais ênfase às medidas de apoio às bancas e aos sistemas financeiros.

4.1. *União Europeia e Portugal*²⁵

O plano de recuperação da economia europeia, que a Comissão Europeia criou, passa por restaurar a confiança no consumo e nos negócios, restaurar a concessão de crédito e assim estimular o investimento privado nas economias europeias, criar trabalho e ajudar os desempregados a voltar ao mercado de trabalho. Este plano tem como objectivo a rápida cooperação de todos os Estados-Membros da UE, de modo a que a sua economia volte a crescer, e pode ser sintetizado em quatro grandes pontos: na garantia de dívidas, nas regras de contabilidade, na recapitalização dos bancos e na propriedade estatal.

Em relação à garantia de crédito, os Estados-Membros comprometeram-se a facilitar o acesso dos bancos ao financiamento, oferecendo uma garantia estatal aos novos títulos de dívida de curto (até um ano) e médio prazo (mais do que um ano) emitidos pelos bancos, mas este apoio deve ter como objectivos promover a concorrência, promover o funcionamento do mercado de dívida, e não interferir com a política monetária única. O valor disponibilizado para esta medida ascendeu a mais de 2 biliões de euros. Quanto às regras de contabilidade, o plano prevê que as identidades reguladoras devem amenizar as actuais regras, ou seja, em vez dos títulos serem cotados pelo valor de mercado, o qual pode estar sub ou sobrevalorizado, poderão ser cotados com base no seu risco de dívida, ficando assim com um valor mais ‘real’.

Quanto à recapitalização dos bancos, o plano prevê que os governos resgatem os bancos que se encontram em dificuldades e que tomem medidas apropriadas, nomeadamente uma reestruturação, com possíveis despedimentos de executivos do escalão alto. Por último, a medida da propriedade estatal também se relaciona com a última apresentada, pois os governos comprometem-se a apoiar os bancos e outras instituições financeiras, através da compra de acções, isto é, os governos passam a ter uma parte do controlo dessas instituições em troca de injeção de capital; ou então através de empréstimos. No entanto, estas medidas devem ter em conta dois grandes princípios, a remuneração deve-se aproximar do preço de mercado, de modo a evitar distorções na concorrência, e a recapitalização deve ser temporária, de modo a garantir o resgate do capital público quando a situação se normalizar. O valor disponibilizado para estas medidas atinge um valor de 275 mil milhões de euros.

²⁵ Informações consultadas em Banco de Portugal (2008), European Commission (2008 a), Sapo Notícias (2008) e Aguilar (2010).

De seguida serão apresentadas medidas concretas adoptadas em Portugal.

a) Portugal

Em Portugal, o Governo criou um fundo de 20 mil milhões de euros, com o objectivo de garantir a liquidez dos bancos que se encontram sedeados em território nacional, através da garantia das emissões de títulos de dívida de instituições bancárias, as quais teriam de cumprir com certas condições, mas esta linha de financiamento só estará disponível até ao fim do ano de 2009. O Governo anunciou, ainda, a garantia dos depósitos bancários até um valor de 100 mil euros. Além disto, o Governo apostou na ajuda às PME, através de linhas de crédito, num valor de 2 mil milhões de euros; no pagamento das dívidas públicas em atraso às empresas; na devolução do IRS mais cedo às famílias, em 2009; na diminuição do pagamento especial por conta; na aceleração do reembolso do IVA; na modernização das escolas e das infra-estruturas tecnológicas; no desenvolvimento de energias sustentáveis; entre outras. Em 2010, tomou a medida do congelamento dos bónus dos gestores públicos, medida que irá durar até 2011.

4.2. *EUA*²⁶

Em 29 de Setembro de 2008, a Congresso dos EUA rejeitou um pacote de soluções de combate à crise, o qual previa a libertação de recursos do Tesouro, num valor de 700 mil milhões de dólares, para a compra de produtos financeiros tóxicos, e o Governo ficaria com acções dessas instituições salvas. Mas depois foram introduzidas algumas alterações, e o valor deste pacote passou para um valor de 850 mil milhões de dólares. No entanto, os 700 mil milhões já referidos seguiriam o plano original, enquanto que os remanescentes 150 mil milhões seriam usados para cortes de impostos e incentivos fiscais, de modo a estimular a economia norte-americana, e a ajudar as famílias e as pequenas empresas principalmente. Este plano reformulado acabou por ser aprovado pelo Congresso no dia 1 de Outubro de 2008.

Especificamente neste plano, foi decidido que a autoridade da garantia de depósitos, a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), aumentasse o nível de garantia de depósitos para 250 mil dólares para a generalidade das contas e sem limites para as contas a prazo sem juros. E, com a autorização do departamento do Tesouro, lançou um programa de garantia para a

²⁶ Informações consultadas em UOL Economia (2008 b), UOL Economia (2008 c), Banco de Portugal (2008) e Lopes (2009).

emissão de novos títulos por parte de instituições financeiras. Por seu lado, o FED criou a Commercial Paper Funding Facility (CPFF), com o objectivo de facilitar as compras de papel comercial emitido por instituições elegíveis, restaurando assim este mercado. Esta facilidade foi feita a partir de um fundo especial partilhado entre o FED e o Departamento do Tesouro.

O Tesouro, ainda, criou um programa de compra de acções preferenciais por parte do Governo, o qual chegaria a um valor de 250 mil milhões de dólares; e um programa de apoio a instituições em risco de falirem, como foi o caso da AIG, a qual recebeu uma linha de crédito num valor de 85 mil milhões de dólares, com uma taxa de juro penalizadora, ficando o Tesouro com 80% das suas acções. Em troca deste apoio, as instituições teriam de cumprir com algumas condições, nomeadamente, a nível da remuneração dos quadros executivos e da política da empresa.²⁷

Mais tarde, a Administração de Barack Obama (Presidente dos EUA na altura) propôs um novo plano, no início de 2009, com o objectivo de relançar a economia norte-americana, o qual foi aprovado, e que consistia em auxiliar as instituições bancárias, com o intuito de relançar a concessão de crédito, de reforçar e consolidar os balanços dos bancos (eliminando os produtos financeiros tóxicos), e de ajudar os proprietários imobiliários e as PME. E as medidas que mais se destacam deste plano são a criação de um novo programa de apoio de capital, o *Capital Assistance Program (CAP)*, com o objectivo de consolidar as contas dos bancos e fortalecer a sua posição de capital; e, a redução dos impostos.

²⁷ Para mais informações sobre a situação da AIG ver Faria (2009).

5. O reforço da regulação e da supervisão

Depois de terem sido apresentadas algumas medidas anti-crise de curto prazo, vai-se agora apresentar algumas medidas que têm um carácter mais permanente, pois a crise financeira e económica de 2008 levantou uma questão, a de que como se pode evitar futuras crises desta natureza. A resposta prende-se com a necessidade de haver uma maior regulação, supervisão e transparência nos mercados financeiros, bancários, e de investimento, de modo a garantir a sua estabilidade e o seu equilíbrio, tal como já tinha sido concluído na 2ª hipótese do terceiro tópico.

Por isso, uma das respostas a esta crise foi o reforço da regulamentação destes mercados, para que haja um maior controlo neles, e para isso serão apresentados os Acordos do Basileia II e III (Banca) e do Solvência II (Seguradoras), uma vez que estes acordos dizem respeito às instituições financeiras mais importantes do mundo, percebendo-se assim as regras que já existiam para garantir a sustentabilidade nestes sectores. Além destes acordos, serão apresentados situações concretas em cada um dos países/uniões usados até agora. Por curiosidade, o G20, formado pelos 7 países mais desenvolvidos e pelas 13 economias emergentes mais importantes do mundo, decidiu reunir-se várias vezes para tentar encontrar soluções para esta crise mundial.

Esta questão já tinha sido levantada por outros autores, um dos quais se verificou no tópico da origem da crise em análise, Gontijo (2008). Também Stiglitz²⁸, prémio Nobel da economia, em fins de Junho de 2010, apresenta a proposta de que os Governos deveriam criar os seus próprios bancos, caso os bancos não concedam crédito às economias, para além de que os governos gastariam muito menos em vez das enormes quantidades que emprestou ao sector da banca. E também disse que "se uma família não pode pagar as suas dívidas é-lhe recomendado que gaste menos. Mas numa economia nacional, se se corta o gasto, a actividade económica cai, nada se inverte, aumenta o gasto com o desemprego e acaba-se sem dinheiro para pagar as dívidas", daí complementar que a resposta à crise deveria ser a redefinição e não a redução dos gastos públicos.

²⁸ Informação consultada em Diário Económico com Lusa (2010 b).

5.1. *Basileia II*²⁹

Quanto ao Basileia II, vigente a nível internacional, a crise mostrou que continuam a existir falhas na contabilidade e na supervisão bancária. Este acordo foi criado em 2004, e assenta em três grandes pilares: pilar 1 - requisitos mínimos de capital; pilar 2 - processo de supervisão; pilar 3 - disciplina de mercado. As grandes diferenças face ao Basileia I são no primeiro pilar, onde o risco de crédito é reformulado de forma significativa, o risco de mercado é praticamente inalterado, e o risco operacional é uma categoria totalmente nova. Os riscos de crédito e de mercado já foram definidos no tópico da origem da crise mundial em análise, restando assim o risco operacional, o qual se prende com as perdas resultantes de processos internos, pessoas e sistemas inadequados, ou eventos externos, ou seja, depende da parte operacional da actividade.

Quanto aos pilares, o pilar 1 tem como objectivo aumentar a sensibilidade dos fundos próprios em relação aos riscos de crédito, de mercado e operacional, ou seja, os requisitos de capital devem ser calculados com base nesses tipos de risco, além de que devem ser usadas técnicas modernas de mediação e de amenização de risco de crédito. Já o pilar 2 tem como objectivo reforçar a supervisão bancária, através da definição de processos de análise de risco e de capitais, da adequação de capital, e da monitorização pró-activa dos níveis de capital. Por último, o pilar 3 vem implementar uma disciplina de mercado com o objectivo de o tornar mais seguro, eficiente e transparente.

Por último, já está em processo de criação o Basileia III, de modo a que este solucione as falhas do seu antecessor, e também para que se evitem crises, tais como a de 2008. Este acordo baseia-se num modelo de capital económico integrado, tendo em conta os três tipos de risco já mencionados.

Este novo acordo deverá entrar em vigor em Janeiro de 2013, sendo que os bancos terão até Janeiro de 2019 para cumprir com as novas regras do sistema financeiro mundial. As novas regras, criadas pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia, passam por rácios de capital mais exigentes (o Rácio Core Tier I passa de 2% para 4,5%; o Rácio Tier I passa de 6% para 7% (estes dois indicadores de solvabilidade são os mais importantes, pois medem a resistência

²⁹ Informações consultadas em Banco de Portugal e KPMG – Fórum ABBC (2008).

dos bancos a choques externos, como foi o caso desta crise)); provisões adicionais (criar ‘almofadas de capital’ de 2,5% dos activos para combater futuras crises e criar reservas anticíclicas em períodos de crescimento); os capitais próprios têm de representar pelo menos 7% dos activos (4,5% do Core Tier I mais os 2,5% da ‘almofada de capital’); posse de activos com menor risco; e proibição de distribuição de dividendos se as metas associadas ao capital próprio não forem cumpridas. Embora as medidas tenham sido bem aplaudidas pelos economistas e mercado, já o prazo de implementação e o prazo das metas levantaram alguma contestação.

O Basileia III pretende assim garantir uma maior solvabilidade do sistema financeiro, bem como evitar futuras crises financeiras. De referir, ainda, que é unânime pelos analistas e pelos economistas que as instituições europeias serão aquelas que vão ter mais dificuldades, pois os bancos norte-americanos e os asiáticos já cumprem ou estão acima dos novos limites. Em relação a Portugal, os cinco maiores bancos nacionais já cumprem com os novos requisitos exigidos e por isso devem adaptar-se relativamente bem a esta nova realidade (afirmação de diversos analistas à Lusa).³⁰

5.2. *Solvência II*³¹

De forma semelhante aos bancos, nas seguradoras existe um acordo a nível europeu, o Solvência II, que foi aprovado em Abril pelo Parlamento Europeu³² e pelo Ecofin³³ em 5 de Maio de 2009, e que tem como objectivo a definição de valores mínimos de capitais próprios, bem como incentivar boas práticas e a transparência no mercado segurador, através de requisitos de capital sensíveis ao risco, da avaliação consistente de activos e passivos com base em princípios económicos sãos, do princípio do gestor prudente nos investimentos, de sistemas de governação efectivos, de um processo de supervisão orientado para o risco, e do incremento da divulgação de informação pública.

Os indicadores principais usados pelas seguradoras são a margem de solvência (8%) e a cobertura da margem de solvência (igual ou superior a 100%), em termos técnicos e

³⁰ Informações consultadas em Cordeiro (2010) e Gonçalves (2010).

³¹ Informações consultadas em ASP.

³² Instituição europeia que tem o poder legislativo e orçamental, e o controlo político de outras instituições, nomeadamente da Comissão europeia (ver EUROPA – Glossário – Parlamento Europeu).

³³ Composto pelos ministros das finanças dos Estados-Membros da UE.

financeiros; e, em termos técnicos, é utilizada a Cobertura de Responsabilidades, em que o rácio Investimentos/Provisões Técnicas deve ser igual ou superior a 100%. É necessário referir que os seguros têm uma actividade inversa face às outras instituições, ou seja, primeiro obtêm as receitas e só depois é que prestam os serviços no futuro, daí a necessidade de haver provisões para garantir essas responsabilidades futuras subscritas pelos segurados através do pagamento dos prémios. Os investimentos, por sua vez, têm como objectivo assegurar os activos financeiros necessários ao cumprimento dessas responsabilidades futuras.

5.3. *Medidas adoptadas e propostas da UE*³⁴

Para além dos acordos referidos atrás, no caso da UE, a Comissão Europeia adoptou um conjunto de medidas que visam regulamentar as agências de notação de crédito, das quais se destacam as seguintes: não podem prestar serviços de consultoria; não podem utilizar a notação de instrumentos financeiros dos quais não têm informação suficiente; devem divulgar os modelos, as metodologias e os principais pressupostos que utilizam; são obrigadas a divulgar todos os anos um relatório de transparência, e a criarem uma estrutura interna, com o objectivo de avaliarem a qualidade das suas notações; e, os seus órgãos dirigentes devem ter pelo menos três membros independentes, cuja remuneração não deve depender do sucesso da agência, bem como serem nomeados apenas para um mandato (duração de cinco anos), podendo apenas serem despedidos em caso de falta de profissionalismo, e, ainda, pelo menos um deles deve ser especialista no domínio das titularizações e do financiamento estruturado.

E, para além disso, a Comissão Europeia propôs o reforço da supervisão financeira, a nível europeu, através da criação de duas novas instituições, o Conselho Europeu de Risco Sistémico (CERS) e o Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), os quais entrariam em vigor a partir de 2010. A primeira instituição teria como objectivo resolver as insuficiências que o sistema financeiro europeu tem face a riscos sistémicos, interligados, complexos, sectoriais e trans-sectoriais, e, para isso, teria como missões fiscalizar e analisar os riscos que ameaçam a estabilidade do sistema financeiro europeu; e, ainda, detectar com antecedência esses tipos de riscos, bem como propor medidas para combater esses riscos, se for o caso. Enquanto que o CERS teria uma acção a nível macro, já o SESF teria uma acção a nível micro, pois teria como missão supervisionar as instituições financeiras (banca, mercado

³⁴ Informações consultadas em EUROPA (2008), European Commission (2008 b), Madeira (2009), Rego (2009 a), RTP1 Notícias (2009), Pires (2009) e Rego (2010 b).

de capitais, e dos seguros e fundos de pensões), em conjunto com as reguladoras a nível nacional, contribuindo deste modo para uma harmonização, a nível da regulação e da supervisão.

Uma outra proposta da UE passa pela criação de um imposto bancário sobre as transacções financeiras entre os bancos europeus, com o objectivo de combater a especulação financeira. Esta ideia foi baseada no Taxa Tobin, a qual foi inventada nos anos 70 por um economista norte-americano, com o objectivo de também combater a especulação financeira. Esta ideia tem sido defendida por vários responsáveis políticos, dos quais se destacam o presidente francês Sarkozy, os ministros das Finanças da Itália e da Alemanha, o primeiro-ministro português José Sócrates, e a própria Comissão Europeia. Mas devido à oposição britânica e de outros governos mais conservadores, esta ideia pode ter dificuldades em avançar. Em Junho de 2010, a UE decidiu ainda criar um fundo que consistirá numa taxa sobre a banca, com o objectivo de cobrir os riscos de insolvência da mesma. Para além de que os bancos, a partir de Julho de 2010, terão que expor publicamente a sua situação financeira, de modo a afastar o receio de uma falência iminente.

Uma outra curiosidade é que a UE propõe que os países mais desenvolvidos do mundo (G20) devem limitar o pagamento dos elevados bónus aos administradores da banca, além de que estes bónus e prémios devem passar a ser pagos em função do desempenho a longo prazo da instituição, e que se as instituições não cumprirem com essas regras devem sofrer sanções dadas pelos Governos nacionais. Além da aplicação desta medida às instituições bancárias, foi também defendido que se deve aplicar às restantes instituições da economia, sejam elas financeiras ou não financeiras. No entanto, a UE e os EUA não chegaram ainda a um entendimento quanto a esta medida.

a) Portugal³⁵

Em Portugal, o Banco de Portugal impôs novas regras no sector bancário a partir do dia 1 de Janeiro de 2010, segundo as quais os bancos a nível nacional devem passar a apresentar, nas listas dos preçários, todas as condições inerentes aos seus produtos e serviços, ou seja, terão que apresentar as comissões e as despesas, e as taxas de juro associadas aos seus produtos e

³⁵ Informação consulta em Duarte (2009 a), Economia e Negócios (2009), Barreto (2010), Silva (2010) e Peixoto (2010).

serviços bancários, desde a concessão de crédito à habitação e ao consumo, aos diversos tipos de depósitos, à utilização de cheques e cartões, entre muitos outros. Esta medida tem como objectivos tornar mais claros e mais legíveis as condições associadas às operações bancárias, garantindo assim uma maior transparência na banca a nível nacional; e fazer com que os clientes tenham acesso à informação mais facilmente, podendo assim comparar a mesma operação nos vários bancos.

O governo português também prevê introduzir um imposto sobre os bónus dos banqueiros num valor de 50%, semelhante ao caso do Reino Unido e da França, e uma taxa autónoma de IRC de 35%. Esta medida tem como objectivo limitar os bónus pagos aos banqueiros, de modo a que estes evitem correr riscos demasiado elevados de uma só vez, daí ser considerada uma medida numa lógica de moralização fiscal, ou seja, de penalizar através da fiscalidade. Em 2010, o Governo decidiu, entre outras medidas, a tributação das mais-valias dos ganhos na bolsa superiores a 500 euros anuais, a uma taxa de 20%.

5.4. *A reforma da supervisão nos EUA*³⁶

Em Junho de 2009, a Administração Obama propôs a maior reforma financeira nos EUA desde os anos 30, ou seja, desde o *crash* da bolsa de Nova Iorque em 1929. Os objectivos desta reforma prendem-se com o aumento da autoridade de supervisão e regulação do FED, em que as instituições financeiras passarão a ter de cumprir exigências mais rígidas de capital e de liquidez, de modo a reforçar os seus balanços, evitando assim futuras crises financeiras. No entanto, as instituições financeiras não são o único alvo deste aumento de regulação, as instituições não financeiras também o serão. Também se refere que os fundos privados de investimento passarão todos a ser registados na *Securities and Exchange Commission* (equivalente à CMVM de Portugal). Obama afirmou ainda, que foi pelo facto do mercado funcionar de forma livre que permitiu o nível de prosperidade que se verificou, mas isso não significa que as consequências de determinadas acções sejam ignoradas.

De forma detalhada, esta proposta divide-se em cinco grandes objectivos a promoção da supervisão e regulação robusta das entidades financeiras; o estabelecimento de uma supervisão abrangente do sector financeiro; a protecção dos consumidores e investidores de

³⁶ Informações consultadas em Economia e Negócios (2009), Barreto (2010) e Silva (2010).

abusos financeiros; o fornecimento ao Governo de ferramentas necessárias para lidar com crises financeiras desta natureza; e o aumento de padrões internacionais e da cooperação internacional. Para lidar com estes objectivos, o plano prevê: a criação do Conselho de Supervisão dos Serviços Financeiros, que irá lidar com a identificação e gestão dos riscos sistémicos; a criação de um Supervisor Nacional de Bancos, que irá supervisionar as instituições financeiras nacionais; e a criação de uma agência para proteger os consumidores de práticas abusivas neste sector. Além da criação destes organismos, o plano inclui a eliminação do Office of Thrift Supervision, que era uma agência que supervisionava instituições financeiras, mas que permitia a que algumas delas escapassem da regulamentação do FED.

Uma outra medida que o presidente Obama propôs é a aplicação de uma nova taxa sobre os maiores bancos dos EUA, aqueles que tiverem activos a partir de 50 mil milhões de dólares (34,5 mil milhões de euros), de modo a que estes paguem parte da factura desta crise. É previsto que acarretem 90 mil milhões de dólares (62 mil milhões de euros) em 10 anos com esta medida, o qual será um valor pequeno quando comparado com os 700 mil milhões de dólares (483,2 mil milhões de euros) que o TARP, o programa norte-americano de apoio aos bancos, gastou durante esta crise. No entanto, já houve críticas a esta medida: Jamie Dimon, CEO da JP Morgan, afirmou que os bancos como o Bank of America, Goldman Sachs ou Morgan Stanley já pagaram na íntegra e com juros os apoios dados pelo governo dos EUA em 2008; e, Scott Talbot, vice-presidente da associação que reúne os grandes bancos norte-americanos, afirmou que este imposto penalizará tanto as instituições que recorreram como as que não recorreram aos apoios estatais, e que diminuirá a capacidade dos bancos de conceder crédito e limitar assim a recuperação económica.

5.5. *As propostas dos BRIC*³⁷

Os BRIC defendem mais normas para os mercados financeiros a nível internacional, ou seja, maior regulação e supervisão nestes mercados com o objectivo de evitar futuras crises desta natureza. Para além disso, o Brasil defende o combate aos paraísos fiscais, mais conhecidos e denominados por *off-shores*, os quais permitem que haja fugas de capitais dos respectivos países, e assim há uma menor tributação de impostos, uma vez que esses rendimentos não são

³⁷ Informação consultada em Rego (2009 b), Latoeiro (2009) e TVI 24 – Economia (2009).

declarados. E, numa das reuniões do G20, foi aceite essa ideia, dando-se assim o começo do fim do sigilo bancário e dos paraísos fiscais que não forneciam qualquer tipo de informação, mesmo quando esta era pedida. Perante isto, os paraísos fiscais têm feito acordos para troca de informações.

Os BRIC, ainda, lançaram a ideia da criação de uma nova moeda única no mundo, de modo a diminuir o peso actual do dólar no mercado internacional, pois consideram que este não desempenhou bem o seu papel, e que é necessário que haja alternativas em situações de crise. Esta sugestão foi reforçada no dia 7 de Setembro de 2009 pela ONU, a qual concorda absolutamente com a ideia, uma vez que isto irá ajudar a proteger as economias emergentes da especulação financeira; e, para além disso, propõe a criação de um banco global, encarregue da gestão desta nova moeda e das respectivas taxas de câmbio.

Conclusão

Antes de entrar no estudo propriamente dito, foi necessário recolher a informação sobre as ideias principais dadas por autores sobre este tema, e assim perceber quais as causas desta crise mundial. Segundo Leão (2009), a crise teve origem no mercado financeiro dos EUA, devido ao aumento do incumprimento das prestações bancárias, nomeadamente no segmento *subprime*. Isto teve como consequências principais, a queda dos lucros das instituições financeiras, a queda do preço da habitação nos EUA e dos títulos ligados aos créditos de elevado risco. A passagem da esfera financeira para a economia real e a passagem dos EUA para o resto do mundo devem-se aos mecanismos do comércio (exportações) e dos produtos financeiros tóxicos.

Para além disto, verificou-se através dos artigos, que a crise se deveu a uma série de outros factores, como o caso da falta de informação correcta (erros no cálculo do risco dos activos), o que foi sem dúvida um grave erro, pois as instituições financeiras preocuparam-se mais com a quantidade do que com a qualidade dos seus activos; do facto das seguradoras passarem a investir em activos de maior risco, ou seja, estavam mais preocupadas em adquirir possíveis ganhos elevados, do que se precaverem em activos de menor risco mas com retorno mais garantido; do elevado *boom* de crédito e das técnicas financeiras utilizadas, pois concederam muito crédito a quem não podia pagar e criaram instrumentos onde o risco era subestimado; de um risco sistémico (fase descendente do ciclo de vida da habitação); da existência do *global shadow banking system*, um nicho onde os agentes envolveram-se em empréstimos de elevado risco; da especulação de activos; da liberalização em diversos mercados (financeiros, bancários e de investimento), a qual deixou estes mercados funcionarem sem uma supervisão rigorosa; dos problemas de gestão nos bancos e da elevada alavancagem de curto prazo; da prática de baixas taxas de juro por parte do FED e do Banco Central do Japão. E, por último, Krugman (2009) mostra o porquê dos economistas não terem cumprido com o seu papel de antecipar crises, apesar de alguns terem antecipado esta crise de 2008.

De seguida será apresentado um quadro com o resumo das causas e consequências da crise em Portugal a partir da análise de dados efectuada com este estudo, dividindo em pontos fortes e fracos:

Tabela 3 - Causas e Consequências da crise em Portugal

Causas	
Pontos fortes	Pontos fracos
Não houve bolha especulativa no mercado imobiliário, pois o preço não variou muito.	Rácio de incumprimento aumentou a partir de Janeiro de 2008, apesar de que não foi um aumento significativo.
Não foi directamente exposto aos produtos financeiros tóxicos.	<i>Boom</i> na concessão de crédito.
Seguradoras portuguesas investem na sua maioria em activos de baixo risco.	Existência de <i>short-selling</i> prejudicial.
Impacto reduzido das fraudes financeiras nacionais no global do sistema financeiro.	Financiamento externo foi o principal mecanismo de transmissão da crise, visto que os bancos e, por consequência, Portugal, dependem fortemente dos mercados financeiros internacionais.
BCE praticou política monetária intermédia antes da crise (nem taxas de juro baixas nem altas).	País com o rácio de solvabilidade dos bancos mais baixo.

Consequências	
Pontos fortes	Pontos fracos
Segundo país com melhor evolução do PIB Real em termos de variação percentual, apesar de registar baixas taxas de crescimento.	Portugal já estava a passar por uma estagnação quando a crise chegou, tinha uma tendência crescente do desemprego e uma situação orçamental frágil.
A nível da evolução da taxa de desemprego foi o segundo país com menor variação percentual, apesar de atingir a segunda maior taxa nos últimos meses de análise.	Aumento dos <i>spreads</i> nos créditos concedidos por parte dos bancos devido à desconfiança.
Boa evolução na taxa de crescimento das exportações, pois foi o segundo país menos afectado.	Aumento dos <i>spreads</i> dos CDS.
Queda pouco acentuada nos lucros do sistema bancário, quando comparada com os outros países.	Terceiro país com pior evolução orçamental entre 2007 e 2011. Isto traduziu-se na dificuldade em financiar a dívida pública.
Volume total de negócios das seguradoras pouco afectado.	Agravamento significativo da dívida pública, sendo o quarto país com pior evolução entre 2007 e 2011. Situação que também dificulta o financiamento da dívida pública.

Com este resumo, consegue-se responder às subquestões colocadas na ‘Introdução’. Em relação à pergunta de quais foram os mecanismos de transmissão da crise iniciada nos EUA para Portugal, a resposta é o financiamento externo, por causa da desconfiança existente no MMI devido aos produtos financeiros tóxicos, aos quais se concluiu que Portugal não foi directamente exposto, ou seja, que muito provavelmente não existiriam ou existiriam de

forma pouco significativa cá. Em termos do impacto da crise no sector bancário português verificou-se então que o nível de lucros não foi afectado de forma significativa, e que os *spreads* dos empréstimos concedidos aumentaram, bem como os *spreads* dos CDS emitidos pelos bancos.

Quanto à questão de Portugal ter sofrido mais ou menos que os outros países e do porquê disso, concluiu-se então que teve um desempenho razoável na evolução da taxa de crescimento do PIB Real, na taxa do desemprego e na taxa de crescimento das exportações. Isto explica-se pelo facto dos preços da habitação em Portugal não estarem sobrevalorizados em comparação com os casos de Espanha, Irlanda e EUA, onde houve grandes quebras no preço do imobiliário após o rebentar da bolha do *subprime*; das seguradoras portuguesas investirem em activos de baixo risco; do não impacto directo dos produtos financeiros tóxicos; e, do impacto reduzido das fraudes financeiras no sistema financeiro português. Tudo isto fez com que o impacto da crise em Portugal seja menor, por não ter uma presença significativa ou até mesmo nula das suas causas, apesar de se ter verificado um *boom* na concessão de crédito (como verificado no estudo econométrico), um aumento do rácio de incumprimento, e de ter apresentado o rácio de solvabilidade dos bancos mais baixo. Já a nível da evolução orçamental e da dívida pública, Portugal teve um pior desempenho, registando valores muito elevados, o que deriva das medidas de apoio às empresas, bancos e famílias para fazer face à crise; e isto acaba por se traduzir na dificuldade do financiamento à dívida pública, por causa dos juros cobrados da dívida pública mais altos, criando ainda mais dificuldades aos países, pois pode pôr em causa a liquidez da economia e da banca.

Por último, em relação às respostas dadas a esta crise pelos Governos e BC, dividiu-se este tema nas medidas e propostas de curto prazo, e nas de médio-longo prazo, dando ênfase às medidas associadas aos sistemas financeiros. No primeiro tipo, concluiu-se que as principais medidas têm dois grandes objectivos, o incentivo ao consumo e ao investimento privado, e o restaurar da confiança dos vários agentes, de modo a relançar as economias. Especificamente, os Governos apostam no apoio às famílias, empresas, e bancos; enquanto que os BC reduzem as suas taxas de juro directoras. No segundo tipo, concluiu-se que os Governos apostam no reforço da regulação e supervisão, nomeadamente através da criação do Basileia III a nível internacional, da criação do Solvência II na Europa, e da criação de novas instituições, como o caso do CERS e SESF na UE, e do Conselho de Supervisão dos Serviços Financeiros, do Supervisor Nacional de Bancos e de uma agência de protecção aos consumidores nos EUA.

Com isto tudo pode-se responder à última subquestão colocada no início deste estudo, se as medidas que Portugal tomou foram semelhantes em relação aos outros, e a resposta é sim, uma vez que os países de forma geral tomaram medidas no mesmo sentido.

Quanto a questões que posteriormente poderão ser desenvolvidas, prendem-se com uma análise econométrica a nível das taxas de crescimento do PIB, com o objectivo de verificar qual a amplitude de dependência do crescimento da economia portuguesa em relação à economia da UE neste período de crise. E, para além disso, prever essas mesmas taxas, para ter uma ideia de como estas poderão evoluir nos próximos tempos. Também se podia fazer uma análise semelhante entre a economia da UE e dos EUA, de forma a perceber quanto é que o crescimento da economia norte-americana influencia o crescimento europeu na conjuntura em questão. Uma outra ideia passa pela análise do período completo desta crise, uma vez que esta crise ainda não acabou por completo, tendo actualmente grandes efeitos negativos no desemprego, nos défices orçamentais e na dívida pública.

Anexos

❖ Tabela 4 - Crédito total concedido (milhões de euros):

GEO/TIME	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Germany	3131824,0	3254317,0	3321583,0	3344623,0	3337675,0	3363124,0	3412046,0	3466556,0	3491726,0
Ireland	142017,0	168913,0	201385,0	217243,0	262502,0	324390,0	405300,0	481839,0	532875,0
Spain	690799,0	775166,0	877887,0	972900,0	1135026,0	1280683,0	1599121,0	1860050,0	2189021,0
France	1551391,0	1619410,0	1721510,0	1781457,0	1912144,0	2033837,0	2233733,0	2472211,0	2842731,0
Italy	1121658,0	1209057,0	1280788,0	1321124,0	1445389,0	1522356,0	1628604,0	1781267,0	2118506,0
Luxembourg	136281,0	145072,0	157252,0	154763,0	169418,0	177018,0	213402,0	224559,0	248291,0
Netherlands	614088,0	693003,0	741194,0	807319,0	875748,0	958260,0	1045997,0	1085082,0	1265543,0
Austria	264950,0	282327,0	293120,0	302152,0	308523,0	330052,0	365892,0	385686,0	410988,0
Portugal	146954,0	182926,0	197736,0	210455,0	222322,0	236816,0	255576,0	276099,0	310558,0
Finland	74797,0	80286,0	90331,0	95060,0	103565,0	112438,0	128078,0	146356,0	164371,0

Fonte: EuroStat (2010 a).

❖ Tabela 5 - PIB Real (volume, milhões de euros):

GEO/TIME	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Germany	1998356,3	2062500,0	2088075,0	2088075,0	2083537,5	2108700,0	2124581,3	2191818,8	2245856,3
Ireland	95781,8	104830,2	110850,3	118030,1	123206,1	128867,8	136825,6	144154,1	152838,1
Spain	599965,8	630263,0	653255,0	670920,4	691694,7	714291,2	740108,0	769850,2	797283,1
France	1387131,6	1441372,0	1468101,0	1483171,4	1499299,5	1536336,0	1565464,8	1600168,3	1638164,2
Italy	1148636,0	1191057,3	1212713,3	1218219,6	1218013,5	1236671,2	1244782,2	1270126,4	1288952,6
Luxembourg	20287,7	22000,6	22554,4	23480,3	23843,7	24892,5	26244,6	27706,8	29500,6
Netherlands	402113,0	417960,0	426009,0	426334,0	427765,0	437332,0	446282,0	461430,0	478102,0
Austria	200218,8	207528,8	208608,2	212044,8	213743,5	219182,4	224573,9	232655,2	241332,0
Portugal	122209,3	127007,5	129505,3	130425,4	129210,6	131223,8	132217,3	134120,6	137320,9
Finland	125410,0	132110,0	135130,0	137591,0	140344,0	146116,0	150379,0	157010,0	165384,0

Fonte: EuroStat (2010 c).

❖ Tabela 6 - PIB Nominal (milhões de euros):

GEO/TIME	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Germany	2012000,0	2062500,0	2113160,0	2143180,0	2163800,0	2210900,0	2242200,0	2325100,0	2428200,0
Ireland	90378,0	104830,2	116930,6	130258,0	139763,2	149098,0	162091,0	176758,8	189751,2
Spain	579942,0	630263,0	680678,0	729206,0	782929,0	841042,0	908792,0	984284,0	1052730,0
France	1367966,0	1441372,0	1497185,0	1548555,0	1594814,0	1660189,0	1726068,0	1806430,4	1895284,0
Italy	1127091,1	1191057,3	1248648,1	1295225,7	1335353,7	1391530,2	1429479,3	1485377,3	1546177,4
Luxembourg	19886,8	22000,6	22572,3	23992,3	25834,3	27455,9	30282,3	34150,4	37465,8
Netherlands	386193,0	417960,0	447731,0	465214,0	476945,0	491184,0	513407,0	540216,0	568664,0
Austria	197978,5	207528,8	212498,5	218847,7	223302,3	232781,8	243584,9	256161,6	270782,4
Portugal	118370,0	127007,5	134136,7	140142,0	143014,4	148827,4	153728,5	160273,3	168737,0
Finland	122222,0	132110,0	139198,0	143541,0	145416,0	152148,0	157307,0	165643,0	179536,0

Fonte: EuroStat (2010 b).

❖ Tabela 7 - Rácio Crédito/PIB Nominal:

GEO/TIME	1999
Germany	1,5566
Spain	1,1912
France	1,1341
Portugal	1,2415
Ireland	1,5714
Italy	0,9952
Luxembourg	6,8528
Netherlands	1,5901
Austria	1,3383
Finland	0,6120

Fonte: EuroStat (2010 a) e EuroStat (2010 b).

❖ Tabela 8 - Taxa anual do desemprego:

GEO/TIME	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Germany	8,2	7,5	7,6	8,4	9,3	9,8	10,7	9,8	8,4
Ireland	5,6	4,2	3,9	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6
Spain	12,5	11,1	10,3	11,1	11,1	10,6	9,2	8,5	8,3
France	10,4	9,0	8,3	8,6	9,0	9,3	9,3	9,2	8,4
Italy	10,9	10,1	9,1	8,6	8,4	8,0	7,7	6,8	6,1
Luxembourg	2,4	2,2	1,9	2,6	3,8	5,0	4,6	4,6	4,2
Netherlands	3,2	2,8	2,2	2,8	3,7	4,6	4,7	3,9	3,2
Austria	3,9	3,6	3,6	4,2	4,3	4,9	5,2	4,8	4,4
Portugal	4,5	4,0	4,1	5,1	6,4	6,7	7,7	7,8	8,1
Finland	10,2	9,8	9,1	9,1	9,0	8,8	8,4	7,7	6,9

Fonte: EuroStat (2010 e).

❖ Tabela 9 - Taxas de juro de longo prazo:

GEO/TIME	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Germany	4,49	5,26	4,8	4,78	4,07	4,04	3,35	3,76	4,02
Ireland	4,71	5,51	5,01	5,01	4,13	4,08	3,33	3,74	4,04
Spain	4,73	5,53	5,12	4,96	4,12	4,1	3,39	3,78	4,07
France	4,61	5,39	4,94	4,86	4,13	4,1	3,41	3,8	4,07
Italy	4,73	5,58	5,19	5,03	4,25	4,26	3,56	4,05	4,26
Luxembourg	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Netherlands	4,63	5,4	4,96	4,89	4,12	4,09	3,37	3,78	4,07
Austria	4,68	5,56	5,07	4,97	4,15	4,15	3,39	3,8	4,05
Portugal	4,78	5,59	5,16	5,01	4,18	4,14	3,44	3,91	4,18
Finland	4,72	5,48	5,04	4,98	4,13	4,11	3,35	3,78	4,05

Fonte: EuroStat (2010 d).

Referências bibliográficas

Abreu, Orlando (2006); *Portugal's boom and bust: lessons for euro newcomers*; Ecofin Country Focus, 3 (16).

Adão e Silva, Pedro (2009); *Um falhanço intelectual*; Diário Económico; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/um-falhanco-intelectual_7065.html.

Agência Brasileira de Inteligência (2008); *Países do Bric caminham na contramão da crise dos ricos*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://www.abin.gov.br/modules/articles/article.php?id=3256>.

Aguilar, Mafalda (2010); *Bónus dos gestores públicos congelados até 2011*; Diário Económico; consultado a 8 de Abril de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/bonus-dos-gestores-publicos-congelados-ate-2011_85180.html.

Antunes, Luciene (2008); *Setor de commodities vai sofrer mais com a crise, diz professor*; Portal Exame - Finanças; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://portalexame.abril.com.br/financas/m0168701.html>.

ASP; *Solvência II*; consultado a 16 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://www.apseguradores.pt/solvencia/index.htm>.

Banco de Portugal; *Basileia II*; consultado a 15 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/SupervisaoPrudencial/Paginas/BasileiaII.aspx>.

Banco de Portugal (2008); *Medidas governamentais de apoio ao sector financeiro e estabilização dos mercados financeiros*; consultado a 14 de Setembro de 2009 e disponível em: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/2008/caixa1308_p.pdf.

Banco de Portugal (2009 a); *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*; consultado a 6 de Dezembro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/outras/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Publica%C3%A7%C3%A3o%20Completa.pdf>.

Banco de Portugal (2009 b); *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*; consultado a 24 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioEstabilidadeFinanceira/Publicacoes/cap4_08_p.pdf.

Banco de Portugal (2009 c); *Relatório do Conselho de Administração – Relatório e Contas – Gerência 2008*; consultado a 11 de Fevereiro de 2010 e disponível em: http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/Publicacoes/rel_08_p.pdf.

Banco de Portugal (2010 a); *Activos e Passivos das outras Instituições Financeiras Monetárias face a Particulares*; consultado a 23 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/b35.csv>.

Banco de Portugal (2010 b); *Activos e Passivos das outras Instituições Financeiras Monetárias face a Sociedades Não Financeiras*; consultado a 23 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/b34.csv>.

Banco de Portugal (2010 c); *Empréstimos de outras Instituições Financeiras Monetárias a Particulares (continua)*; consultado a 24 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/b414a.csv>.

Banco de Portugal (2010 d); *Empréstimos de outras Instituições Financeiras Monetárias a Particulares (continuação)*; consultado a 24 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/b414b.csv>.

Banco de Portugal (2010 e); *Empréstimos de outras Instituições Financeiras Monetárias às Sociedades Não Financeiras*; consultado a 24 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/b413.csv>.

Bank of England (2009); *Statistical Interactive Database - official Bank Rate history*; consultado a 19 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/Repo.asp?Travel=NIxIRx>.

Bank of England (2010 a); *Annual average Spot exchange rates, Sterling into Euro*; consultado a 7 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/index.asp?Travel=NIxIRx&levels=1&XNotes=Y&C=IN0&G0Xtop.x=40&G0Xtop.y=17&XNotes2=Y&Nodes=X3790X3791X3873X33940X41209&SectionRequired=I&HideNums=-1&ExtraInfo=true#BM>.

Bank of England (2010 b); *Annual total of monetary financial institutions' sterling and all foreign currency total net income from residents and non-residents (in sterling millions) not seasonally adjusted*; consultado a 7 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/fromshowcolumns.asp?Travel=NIxSCx&ShadowPage=1&SearchText=net+income&SearchExclude=&SearchTextFields=TC&Thes=&SearchType=&Cats=&ActualResNumPerPage=21X41X61X81X101X121X&TotalNumResults=137&XNotes=Y&C=FR&ShowData.x=50&ShowData.y=2&XNotes2=Y>.

Barreto, Cristina (2010); *Nova taxa sobre a banca deve render 90 mil milhões em 10 anos*; Diário Económico; consultado a 15 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/nova-taxa-sobre-a-banca-deve-render-90-mil-milhoes-em-10-anos_78760.html.

Barroso, Maria Ana (2010 a); *Banco de Portugal Retira Licença ao BPP*; Diário Económico; consultado a 8 de Abril de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/banco-de-portugal-retira-licenca-ao-bpp_85671.html.

Barroso, Maria Ana (2010 b); *Salgado: Aumentar impostos à banca pode ser ilegal*; Diário Económico; consultado a 27 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/salgado-aumentar-impostos-a-banca-pode-ser-ilegal_79968.html.

BCP Millennium (2007); *Relatório e Contas 2006 Vol. I*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00396/BCP_Volume_1_396288a.pdf.

BCP Millennium (2009); *Relatório e Contas 2008 Vol. I*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00415/Vol_1_PORT_S_MIRAS_415416a.pdf.

BES (2005); *O Novo Acordo de Capital - Basileia II*; consultado a 3 de Maio de 2010 e disponível em: http://www.p2p.com.pt/pdf/O%20Novo%20Acordo%20de%20Capital%20-%20Basileia%20II_BES.pdf.

BES (2009); *Relatório e Contas 2008*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=e36faa5d-7b25-4762-bac6-b9e12c5b25b4>.

Blankenburg, Stephanie e Palma, José Gabriel (2009); *Introduction: the global financial crisis*; Cambridge Journal of Economics, 33: 531–538.

BPI (2009); *Relatório e Contas 2008*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=740CEC85-F1AE-4273-88D9-E93A5F3B2F8D>.

CGD (2008); *Relatório e Contas 2007*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.cgd.pt/Corporativo/Informacao-Financeira/CGD/Relatorios-Contas/2007/Documents/Relatorio-CGD-2007.pdf>.

CGD (2009); *Relatório e Contas 2008*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.cgd.pt/Corporativo/Informacao-Financeira/CGD/Relatorios-Contas/2008/Documents/CGD-Relatorio-Contas-2008.pdf>.

Checchetti, Stephen G (2008); “The subprime series, part 1: Financial crises are not going away”; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*; London: VoxEU.org Publication, p. 21-23.

Choo, Chun Wei (2001); *Environmental scanning as information seeking and organizational learning*; Information Research, 7 (1).

Cintra, Marcos Antônio Macedo e Cagnin, Rafael Fagundes (Dez. 2007); *Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas*; Econômica, 9 (2): 296-338.

Cintra, Marcos e Farhi, Maryse (2008); *A crise financeira e o global shadow banking system*; Novos Estudos – CEBRAP, 82; São Paulo; consultado a 22 de Outubro de 2009 e disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002008000300002&script=sci_arttext&tlng=en.

CMVM (2008); *Relatório Sobre A Situação Geral Dos Mercados De Valores Mobiliários*; consultado a 23 de Fevereiro de 2010 e disponível em: <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/37FA3721-0391-4B60-B6DA-412EAB190186/12070/RelatorioAnual2008Versao14072009.pdf>.

Comissão Europeia (2008); *Assuntos Económicos e Financeiros*; consultado a 7 de Setembro de 2009 e disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/focuson15092_pt.htm.

Cordeiro, Ana (2010); *Basileia III: Novas regras ou novo jogo?*; Diário Económico; consultado a 15 de Setembro de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/basileia-iii-novas-regras-ou-novo-jogo_97969.html.

Danielson, Jon (2008); “Blame the models”; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*; London: VoxEU.org Publication, p. 13-14.

Dell’Ariccia, Giovanni; Igan, Deniz e, Laeven, Luc (2008); “The relationship between the recent boom and the current delinquencies in subprime mortgages”; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008); *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*; London: VoxEU.org Publication, p.7-10.

Diário Económico com Lusa (2009); *CMVM detecta mais indícios criminais no BPP*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/cmvm-detecta-mais-indicios-criminais-no-bpp_65019.html.

Diário Económico com Lusa (2010 a); *Europa aprova plano de ajuda à Grécia*; consultado a 2 de Maio de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/europa-aprova-plano-de-ajuda-a-grecia_88477.html.

Diário Económico com Lusa (2010 b); *Stiglitz: Governos deviam criar os seus próprios bancos*; consultado a 28 de Junho de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/stiglitz-governos-deviam-criar-os-seus-proprios-bancos_93052.html.

Direcção-Geral do Orçamento (2010); *Boletim Informativo*; consultado a 3 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.dgo.pt/Boletim/0310-bol.pdf>.

Duarte, Francisco; Cademartori, Luiz; e Cademartori, Sérgio (2007); *Governança Sustentável – Nos Paradigmas Sistêmico e Neoconstitucional*; Juruá Editora; Curitiba; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: http://books.google.pt/books?id=C_WG1kySm0EC&dq=Governan%C3%A7a+sustent%C3%A1vel+nos+paradigmas+sistêmico+e+neoconstitucional&printsec=frontcover&source=bl&ots=qU_wAd23dL&sig=fVHqow46_skZY9kHVE-75hYWNt4&hl=pt-

[BR&ei=tCemSqeZKOaMjAf3q7GcDg&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=8#v=onepage&q=&f=false](http://www.google.com/search?BR&ei=tCemSqeZKOaMjAf3q7GcDg&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=8#v=onepage&q=&f=false).

Duarte, Pedro (2009 a); *Constâncio obriga bancos a clarificar preços*; Diário Económico; consultado a 14 de Outubro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/constancio-obriga-bancos-a-clarificar-precos_71783.html.

Duarte, Pedro (2009 b); *Falência do Lehman Brothers era inevitável*; Diário Económico; consultado a 7 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/falencia-do-lehman-brothers-era-inevitavel_67982.html.

ECB (2005); *EU Banking Sector Stability 2004*; consultado a 4 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eubankingsectorstability2005en.pdf>.

ECB (2006); *EU Banking Sector Stability 2005*; consultado a 4 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eubankingsectorstability2006en.pdf>.

ECB (2007); *EU Banking Sector Stability 2006*; consultado a 4 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eubankingsectorstability2007en.pdf>.

ECB (2008); *Consolidated banking data 2007*; consultado a 4 de Maio de 2010 e disponível em: http://www.ecb.int/stats/money/consolidated/shared/data/2008_cbd.zip?60fe498455f560df8b42d342282c8344.

ECB (2009); *EU Banking Sector Stability 2008*; consultado a 4 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eubankingsectorstability2009en.pdf>.

Economia e Negócios (2009); *Obama propõe a maior reforma financeira dos EUA desde os anos 30*; consultado a 14 de Setembro de 2009 e disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1197719-9356,00-OBAMA+PROPOE+A+MAIOR+REFORMA+FINANCEIRA+DOS+EUA+DESDE+OS+A+NOS.html.

EUROPA (2008); *A Comissão adopta uma proposta de regulamentação das agências de notação de crédito*; consultado a 7 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1684&format=HTML&aged=0&language=PT&guiLanguage=en>.

EUROPA – Glossário – Comissão Europeia; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: http://europa.eu/scadplus/glossary/european_commission_pt.htm.

EUROPA – Glossário – Parlamento Europeu; consultado a 14 de Setembro de 2009 e disponível em: http://europa.eu/scadplus/glossary/european_parliament_pt.htm.

European Central Bank (2009); *Key ECB interest rates*; consultado a 19 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

European Commission (2008 a); *Commission adopts European Economic Recovery Plan*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_articles/article13502_en.htm.

European Commission (2008 b); *The financial and economic crisis - facts and policies*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/focuson15092_pt.htm.

European Commission (2009); *General Government Data - General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt - Part II: Tables by series - Table 53B e Table 55B*; consultado a 19 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2009/autumn2009_part2_en.pdf.

EuroStat (2009 a); *Exports and imports by Member States of the EU/third countries - Current prices*; consultado a 28 de Abril de 2010 e disponível em: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_exi_c&lang=en.

EuroStat (2009 b); *General government debt*; consultado a 19 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=0>.

EuroStat (2009 c); *Harmonized unemployment rates (%)*; consultado a 18 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://nui.epp.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lmhr_m&lang=en.

EuroStat (2009 d); *Real GDP growth rate*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb020&plugin=0>.

EuroStat (2010 a); *Banks' balance sheet assets and liabilities - Annual data - Credit to total residents granted by monetary financial institutions (consolidated)*; consultado a 28 de Julho de 2010 e disponível em: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=mny_agg_a&lang=en.

EuroStat (2010 b); *GDP and main components – Current prices*; consultado a 15 de Julho de 2010 e disponível: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=NAMA_GDP_C.

EuroStat (2010 c); *GDP and main components – volumes*; consultado a 13 de Maio de 2010 e disponível: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=NAMA_GDP_K.

EuroStat (2010 d); *Long-term interest rates*; consultado a 28 de Julho de 2010 e disponível em: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=TEC00036.

EuroStat (2010 e); *Unemployment rate, annual average, by sex and age groups (%)*; consultado a 28 de Julho de 2010 e disponível em: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_a&lang=en.

Faria, Ana Rita (2009); *Obama vai procurar alternativas legais para bloquear bónus dos executivos da AIG*; Público; consultado a 18 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://ultimahora.publico.clix.pt/noticia.aspx?id=1369629>.

Ferreira, Paulo (2008); *Opinião: O caso do BPN e os casos da supervisão bancária*; Público; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://ultimahora.publico.clix.pt/noticia.aspx?id=1348583>.

Fischer, Stanley (2008); “Concluding Comments”; in Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference (2008), *Maintaining stability in a changing financial system*, Jackson Hole; Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas, p. 21-23.

Folha Online (2010); *Entenda a crise na Grécia*; consultado a 2 de Maio de 2010 e disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u727187.shtml>.

Gonçalves, Luís (2010); *Bancos têm até 2019 para cumprir regras de Basileia III*; Oje; consultado a 15 de Setembro de 2010 e disponível em: <http://www.oje.pt/analise/bancos-tem-ate-2019-para-cumprir-regras-de-basileia-iii>.

Gontijo, Cláudio (2008); *Raízes da crise financeira dos derivativos subprime*; Belo Horizonte; UFMG – FACE – CEDEPLAR; consultado a 22 de Outubro de 2009 e disponível em: <http://cedepplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20342.pdf>.

Gordon, Theodore J. e Glenn, Jerome C. (s/ data); “Environmental Scanning”, in Glenn, Jerome C. e Gordon, Theodore J. (orgs.); *Futures Research Methodology, Version 2.0*; American Council for The United Nations University; Washington D.C.; USA.

Gorton, Gary (2008); “The panic of 2007”; in Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference (2008), *Maintaining stability in a changing financial system*, Jackson Hole; Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas.

Heinsohn, Gunnar; Decker, Frank e Heinsohn, Ulf (2008); *A Property Economics Explanation of the 2008 Global Financial Crisis*; consultado a 5 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1331712>.

IMF (2009 a); *General government balance*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoreptc.aspx?pr.x=57&pr.y=9&sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=132%2C112%2C134%2C111&s=GGB_NGDP%2CGGSB_NPGDP%2CGGND_NGDP%2CGGD_NGDP%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=.

IMF (2009 b); *General government gross debt*; consultado a 21 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoreptc.aspx?pr.x=57&pr.y=9&sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=132%2C112%2C134%2C>

[111&s=GGB_NGDP%2CGGSB_NPGDP%2CGGND_NGDP%2CGGD_NGDP%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=.](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=78&pr1.y=5&c=223%2C924%2C922%2C534&s=NGDP_RPCH&grp=0&a=)

IMF (2009 c); *Gross domestic product*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=78&pr1.y=5&c=223%2C924%2C922%2C534&s=NGDP_RPCH&grp=0&a=.](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=78&pr1.y=5&c=223%2C924%2C922%2C534&s=NGDP_RPCH&grp=0&a=)

Isidore, Chris (2008); *It's official: Recession since Dec. '07*; CNN Money.com; consultado a 7 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://money.cnn.com/2008/12/01/news/economy/recession/index.htm>.

ISP (2004); *Estatísticas de Seguros 2004*; consultado a 26 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.isp.pt/Estatisticas/seguros/estatisticas_anuais/historico/Estatisticas%20ES%202004.pdf.

ISP (2007); *Estatísticas de Seguros 2007*; consultado a 26 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.isp.pt/Estatisticas/seguros/estatisticas_anuais/historico/Estatisticas%20ES%202007.pdf.

Kashyap, Anil; Rajan, Raghuram; Stein, Jeremy (2008); *The Global Roots of the Current Financial Crisis and its Implications for Regulation*; consultado a 25 de Outubro de 2009 e disponível em: <http://bordeure.files.wordpress.com/2008/12/rajan-paper1.pdf>.

KPMG – Fórum ABBC (2008); *Gerenciamento do Risco Operacional*; consultado a 10 de Setembro de 2009 e disponível em: http://www.abbc.org.br/IMAGENS/DESTAQUES/kpmg_abbc_19Nov08_oprisk.pdf.

Krugman, Paul (2009); *How Did Economists Get It So Wrong?*; The New York Times; consultado a 7 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/krugman_september_6_2009_howdideconomistsdidsowrong.pdf.

Lagoa, Sérgio; Leão, Emanuel; e Santos, João (2004); *Sistema bancário: evolução recente e seu papel no ajustamento da economia portuguesa*; Departamento de Prospectiva e Planeamento; n° 10-2004.

Latoeiro, Pedro (2009); *ONU defende uma nova moeda mundial*; Diário Económico; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/onu-defende-uma-nova-moeda-mundial_69081.html.

Leão, Emanuel (s/ data); *Moeda, Bancos e Política Monetária* (manual escrito pelo professor para a cadeira de Política Monetária); ISCTE-IUL.

Leão, Emanuel (2009); *A actual crise económica e a sua origem na esfera financeira* (texto fornecido na cadeira de Políticas Monetárias e Mercados Financeiros); ISCTE-IUL.

Lopes, Raquel Ramalho (2009); *Senado aprova novo plano de Obama para relançar economia*; RTP1 Notícias; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://tv1.rtp.pt/noticias/?article=152088&headline=20&visual=9>.

Madeira, Paulo Miguel (2009); *Comissão propõe organismos europeus de regulação do sector financeiro*; Público; consultado a 23 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://economia.publico.clix.pt/noticia.aspx?id=1401961>.

Mautone, Silva (2009); *Crise mundial tira Rússia do grupo dos Brics*; O Globo – Economia; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/08/28/crise-mundial-tira-russia-do-grupo-dos-brics-767371128.asp>.

Mizen, Paul (2008); *The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses*; Federal Reserve Bank of St Louis Review, p. 531-567.

OECD (2010); *Income Statement and Balance Sheet*; consultado a 7 de Maio de 2010 e disponível em: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BPF1>.

Peixoto, Margarida (2010); *"Tributação das mais-valias avança até ao final do mês"*; Diário Económico; consultado a 14 de Abril de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/tributacao-das-maisvalias-avanca-ate-ao-final-do-mes_86758.html.

Persaud, Avinash (2008); "Why bank risk models failed"; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*; London: VoxEU.org Publication, p. 11-12.

Pires, Luís Reis (2009); *Europa e EUA sem consenso na regulação*; Diário Económico; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/europa-e-eua-sem-consenso-na-regulacao_69017.html.

Público (2008); *Governo anuncia nacionalização do BPN*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://economia.publico.clix.pt/noticia.aspx?id=1348467&idCanal=57>.

Quivy, Raymond e Campenhoudt, LucVan (2005); *Manual de Investigação em Ciências Sociais*; Lisboa; Gradiva.

Raff, Daniel (2000); *Risk Management in an Age of Change*; Philadelphia: Wharton School, University of Pennsylvania.

Rebêlo, Rodolfo (2009); *CMVM acusa BPP de "intoxicar" carteiras de clientes*; DN Economia; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: http://dn.sapo.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=1209782.

Rego, Luís (2009 a); *Líderes ignoram proposta de taxar operações financeiras*; Diário Económico; consultado a 18 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/lideres-ignoram-proposta-de-taxar-operacoes-financeiras_69927.html.

Rego, Luís (2009 b); *Paraísos fiscais começam a abrir mão do segredo bancário*; Diário Económico; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/paraisos-fiscais-comecam-a-abrir-mao-do-segredo-bancario_68693.html.

Rego, Luís (2010 a); *Controlo do défice vence duelo com crescimento no G20*; Diário Económico; consultado a 28 de Junho de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/controlo-do-defice-vence-duelo-com-crescimento-no-g20_93091.html.

Rego, Luís (2010 b); *Europa avança com novo imposto para tributar a banca*; Diário Económico; consultado a 28 de Junho de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/europa-avanca-com-novo-imposto-para-tributar-a-banca_92374.html.

RTP1 Notícias (2009); *Líderes dos 27 propõem travão aos bónus dados pela banca*; consultado a 18 de Setembro de 2009 e disponível em: http://tv1.rtp.pt/noticias/index.php?t=Lideres-dos-27-propoem-travao-aos-bonus-dados-pela-banca.rtp&headline=46&visual=9&article=279717&tm=7&audios_page=2.

Salavisa, Isabel (2009); *A pesquisa científica: metodologia e procedimentos* (apresentação de slides dada na cadeira de Seminário de Investigação sobre o respectivo tema); ISCTE-IUL.

Santander Totta (2006); *Relatório e Contas 2005*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://web.santandertotta.pt/csgs/StaticBS?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1157698129857&cachecontrol=immediate&ssbinary=true&maxage=3600>.

Santander Totta (2007); *Relatório e Contas 2006*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://web.santandertotta.pt/csgs/StaticBS?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1178831780618&cachecontrol=immediate&ssbinary=true&maxage=3600>.

Santander Totta (2009); *Relatório de Sustentabilidade 2008*; consultado a 20 de Janeiro de 2010 e disponível em: <http://www.bcsdportugal.org/files/1876.pdf>.

Santos, João Pedro (2009); *A Política Orçamental no Contexto da Actual Crise Económica e Financeira* (apresentação de slides dada no Programa Doutoral em Economia); DGCI – Ministério das Finanças Português.

Sapo Notícias (2008); *Como o mundo está a reagir à crise*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://noticias.sapo.pt/info/artigo/896249.html>.

Shiller, Robert J. (2008); *Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It*; Yale University; National Bureau of Economic Research; consultado a 23 de Outubro de 2009 e disponível em: http://www2.lse.ac.uk/PublicEvents/pdf/20081126_Shiller.pdf.

Silva, Marta (2010); *Obama quer que bancos paguem a factura da crise*; Diário Económico; consultado a 15 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/obama-quer-que-bancos-paguem-a-factura-da-crise_78803.html.

Soares, Rosa (2008); *Fundos portugueses têm aplicados 76 milhões de euros no esquema fraudulento de Madoff*; Público; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://ultimahora.publico.clix.pt/noticia.aspx?id=1353452&idCanal=57>.

Sousa, Paula Cravina (2010); *Novo imposto de 50% sobre bónus dos banqueiros*; Diário Económico; consultado a 27 de Janeiro de 2010 e disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/novo-imposto-de-50-sobre-bonus-dos-banqueiros_78722.html.

Spaventa, Luigi (2008); “The subprime crisis and credit risk transfer: something amiss”; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*; London: VoxEU.org Publication, p. 49-50.

The Economist (2010); *Briefing Greece’s sovereign-debt crunch*; consultado a 2 de Maio de 2010 e disponível em: http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story_id=15452594.

The Federal Reserve Board (2009); *Intended Federal Funds Rate*; consultado a 19 de Setembro de 2010 e disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>.

The Wall Street Journal (2009); *Madoff’s Victims*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: http://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html.

TSF Rádio Notícias (2008); *Lista de bancos afectados por escândalo Madoff não pára de aumentar*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: http://tsf.sapo.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1059460.

TSF Rádio Notícias (2009); *Madoff*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://tsf.sapo.pt/PaginaInicial/tag.aspx?tag=Madoff>.

TVI 24 – Economia (2009); *ONU aplaude criação de nova moeda mundial*; consultado a 9 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://www.tvi24.iol.pt/economia/moeda-divisa-dinheiro-onu-moeda-mundial/1087361-1730.html>.

UOL Economia (2008 a); *Agências cortam rating e AIG fica perto do colapso*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/estado/2008/09/16/ult4530u206.jhtm>.

UOL Economia (2008 b); *Câmara dos EUA rejeita pacote; Bovespa chega a interromper atividade*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/09/29/ult4294u1688.jhtm>.

UOL Economia (2008 c); *Senado dos EUA aprova pacote para tentar estancar crise*; consultado a 8 de Setembro de 2009 e disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/10/01/ult4294u1666.jhtm>.

Wyplosz, Charles (2008); “The subprime crisis: observations on the emerging debate”; in Felton, Andrew e Reinhart, Carmen (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*; London: VoxEU.org Publication, p. 17-19.