



Munich Personal RePEc Archive

Short thematic guide to the study of current financial and economic crisis

Costa Cabral, Nazare

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

15 February 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/20743/>

MPRA Paper No. 20743, posted 17 Feb 2010 08:13 UTC



**Breve guia temático e bibliográfico sobre
o estudo da actual crise financeira e
económica**

Nazaré da Costa Cabral

Doutoramento em Direito / PhD in Law

Professora da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

ÍNDICE

I – Introdução

II - O quadro teórico

III – Algumas formas de abordar o “tema” crise: enunciação breve dos pontos temáticos e bibliografia

SUMÁRIO

A autora elabora um breve guia temático e bibliográfico sobre a actual crise financeira e económica. Depois de apresentar o quadro teórico em que se molda a discussão em torno das causas e da natureza da crise, a autora identifica algumas formas de abordar e estudar o assunto: *i)* a história das crises financeiras e suas causas (tipos de crises); *ii)* a actual crise financeira – a crise do “*subprime*”; *iii)* os efeitos da crise; *iv)* a crise e o sistema financeiro: do “*bail out*” à reforma da regulação e dos sistemas de supervisão; *v)* os pacotes de estímulo fiscal e as suas consequências nas finanças públicas.

Palavras-chave: crise financeira; crise económica; teoria económica.

ABSTRACT

The author draws up a short thematic guide and some references on the current financial and economic crisis. After presenting the theoretical framework in which it shapes the discussion of the causes and nature of the crisis, the author identifies several ways to approach and study the subject: *i)* the history of financial crisis and their causes (types of crisis); *ii)* the current financial crisis – the *subprime*; *iii)* relevant consequences of the crisis; *iv)* the crisis and the financial system: from the bail out to the reform of the regulatory and supervisory systems; *v)* fiscal stimulus packages and respective effects on public finances.

Keywords: financial crisis, economic crisis, economic theory.

I - Introdução

1. A actual crise financeira e económica deu azo, especialmente junto dos economistas, a uma produção massiva de monografias, artigos em revistas de especialidade, *working papers*, artigos de imprensa, artigos e comentários em *blogs*, etc.. A título de exemplo, só no site do NBER¹, a partir das palavras “*financial crisis*” e restringindo ao período entre 2007-2010, estão registados, no dia em que escrevemos estas linhas², 772 textos. A importância do tema, é certo, justificou (justifica) explorar o filão até que o tema se exaure ou até que já tudo tenha sido dito sobre ele. Aos textos que se escreveram nos três últimos anos, haverá que acrescentar outros tantos, de datas anteriores e que são ainda as grandes referências teóricas necessárias à compreensão da crise.

Este trabalho pretende ser um breve guia temático e bibliográfico que oriente os estudiosos interessados a iniciar a sua pesquisa sobre este assunto. Tomaremos alguns textos como ponto de referência e ponto de partida: o critério para esta maior evidência deve-se sobretudo ao facto de serem os textos mais citados ou mais referidos por outros autores (alguns são também “*best sellers*”), aliado à sua abrangência e completude. Alguns dos textos que consultámos estão traduzidos para português; nestes casos, faremos referência à versão portuguesa.

II - O quadro teórico

2. Existem duas linhas de pensamento relevantes para a caracterização da actual crise financeira. A primeira linha de pensamento é a linha “Keynes-Minsky-Krugman”. A segunda linha de pensamento é a linha “Friedman-Muth-Fama-Bernanke-Greenspan” e é a linha que, comumente, vem sendo aceite como linha dominante ou “*mainstream*” na compreensão do funcionamento dos mercados financeiros. Como veremos depois, a hipótese das expectativas racionais e dos mercados eficientes que subjazem a esta linha de pensamento entra em claro confronto com a linha “Keynes-

¹ *National Bureau of Economic Research.*

² 4 de Fevereiro de 2010.

Minsky-Krugman”. Mas aquela hipótese conhece também, hoje mais do que nunca, a oposição de um outro grupo teórico, vulgarmente associado à Economia “psicológica” e comportamental. Neste grupo, destacamos a linha “Kahneman/Tversky-Thaler-Kindleberger-Schiller/Akerlof”.

Antes de entrarmos na síntese destas duas linhas de pensamento, queríamos referir que a crise financeira e económica que estamos a viver teve também um impacto grande sobre o modo de pensar e de modelizar a economia. A crise é também a crise das teorias e dos modelos económicos que, ao longo de décadas, foram procurando descobrir soluções de equilíbrio de mercado – de mercados que, afinal, exibem um conjunto de ineficiências. Uma interrogação emblemática – *How did Economists get it so Wrong?* - foi feita, no seu blog (a que adiante voltaremos), por Paul Krugman, e a esta pergunta o autor dá de seguida as suas respostas, num texto que é também uma excelente síntese da evolução da teoria económica e da teoria financeira pós-keynesiana. Está disponível aqui:

<http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.

Uma outra reflexão foi feita por Summer (2008, p. 86 ss.), que identifica o conjunto de problemas estruturais na análise económica e que obstaram a uma melhor compreensão da actual crise. O primeiro problema estrutural resulta da permanência na teoria económica - não obstante a diversidade de estudos feitos ao longo de décadas sobre mercados e crises financeiras – de dois tipos de “*blind spots*” (pontos cegos) naquelas que são as duas áreas centrais de investigação destas crises: a macroeconomia e a finança. Na verdade, a macroeconomia é a sede adequada para os estudos dos mercados financeiros, dos riscos que comportam para a economia real, avaliando adequadamente as suas possibilidades e limitações. E no entanto verifica-se que a teoria macroeconómica, ao longo dos anos, só de forma muito ligeira e insuficiente reflectiu sobre as conexões entre a economia real e os mercados financeiros. Por outro lado, a finança - especialmente, a gestão quantitativa do risco e

a análise do “*portfolio*” dos instrumentos financeiros -, baseia-se num conceito de risco financeiro que adopta uma perspectiva parcial do investidor, do “*player*”, do gestor de risco, negligenciando o facto de os riscos financeiros serem o resultado endógeno da acção colectiva e da interacção de diferentes “*players*”. A razão para a existência destes pontos cegos prende-se com a circunstância de os processos de investigação serem necessariamente lentos; acresce a simplificação excessiva de certos modelos económicos que ignoram (aliás, de forma propositada e necessária) diversos aspectos da vida económica. No caso da macroeconomia mais recente saída do consenso monetarista e das expectativas racionais dos anos setenta passados, ignoraram-se as inúmeras relações entre a política monetária, os mercados financeiros e as consequências sobre a economia real, de tal forma que isso impediu a compreensão exacta e atempada da crise actual. Como veremos adiante, no quadro actual, predominou a doutrina do “*inflation targeting*” na política monetária. Os bancos centrais aplicam esta estratégia de política monetária adaptativa quando as taxas de juros se desviam do seu alvo; respondem, movendo as taxas de juro na direcção contrária. Se é certo, como veremos, que o Reserva Federal Norte-Americana evitou uma recessão em 2001, na sequência da crise dos “*dot.com*”, ao manter as taxas de juro em valores muito baixos, também é certo que isso favoreceu a bolha especulativa no imobiliário, nos anos a seguir, e que levaram justamente à actual crise. Para Summer, o primeiro problema estrutural da análise económica e financeira resulta desta sobreposição de “*blind spots*”: ausência da análise da estabilidade financeira, na macroeconomia, por um lado, insuficiência de relações de equilíbrio, na investigação dos mercados financeiros, por outro. Acresce que estas falhas na análise económica e financeira se reflectem depois na organização interna e na estrutura dos bancos centrais, levando à segregação dos departamentos encarregues da política monetária e dos que são responsáveis pela supervisão financeira.

O segundo problema estrutural, refere ainda Summer, pode ser encontrado na literatura bancária, a qual foi muito influenciada, sobretudo a partir da década de noventa passada, pela microeconomia e pela teoria da informação assimétrica. Os

modelos utilizados são muito parcelares e até individuais, não tendo capacidade para responder às crises que resultam da interacção de inúmeras instituições.

O terceiro problema estrutural está relacionado com a lentidão da investigação económica que não se compagina bem com a celeridade e volatilidade dos mercados financeiros e da ocorrência dos seus riscos. O surgimento, a todo o momento, de novos produtos e instrumentos, estruturados de forma diversa (e inovadora), implica novos riscos e problemas que nem sempre são atempadamente capturados pela investigação académica.

Num sentido ainda mais radical, apontando o *falhanço sistemático da Economia Académica*, vão Colander *et aliud* (2009), falhanço que desde logo resulta da metodologia da investigação económica. Assim: «This failure has deep methodological roots. The often heard definition of economics—that it is concerned with the ‘allocation of scarce resources’—is short-sighted and misleading. It reduces economics to the study of optimal decisions in well-specified choice problems. Such research generally loses track of the inherent dynamics of economic systems and the instability that accompanies its complex dynamics. Without an adequate understanding of these processes, one is likely to miss the major factors that influence the economic sphere of our societies. The inadequate definition of economics often leads researchers to disregard questions about the coordination of actors and the possibility of coordination failures. Indeed, analysis of these issues would require a different type of mathematics than that which is generally used now by many prominent economic models» (p. 3).

Estes autores avançam depois com diversas explicações para este falhanço. E as falhas são sobretudo de raiz metodológica: *i)* a utilização dos modelos económicos convencionais (de tipo “Robinson Crusoe”) tornou-se incapaz de retratar com fidedignidade a realidade económica; *ii)* O recurso a pressupostos irrealistas (v.g. expectativas racionais) conduz a resultados irrealistas; *iii)* Problemas de calibragem e de robustez dos modelos utilizados.

A estes problemas de ordem metodológica, acrescentam, por fim, Schneider e Kirchgässner (2009) as dificuldades associadas à existência de “*fat tails*” (uma propriedade de certas distribuições de probabilidade) no comportamento dos mercados financeiros que levam à subestimação do risco nas análises de risco habituais. Explicam assim o fenómeno (pp. 5 e 6): « It is well known since the famous contribution of MANDELBROT (1963) that financial time series have fat tails, i.e. that, given the mean and (if it exists at all) the variance of the series, the probability of extreme events is higher than if the data-generating process were normal. This should make those working with such models attentive to the possibility of unusual events. It is, however, difficult to take them into account if they did not occur for decades, even if one bears in mind that, however small the probability is, such an event might nevertheless occur. However, it is practically impossible to live with and always to take into account the worst scenario possible. This holds for general people, but for financial analysts as well, and it should have induced them to take these risks into account».

3. Sugestões bibliográficas sobre “crise financeira e crise do pensamento económico”:

COLANDER, David *et aliud* (2009), “The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics”, Kiel Working Papers, n.º 1489. Disponível em: www.ifw-kiel.de.

ESTRADA, Fernando (2010), “Meditations popperian on financial crisis”, MPRA Working Paper n.º 20095. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/20095/>.

HAHN, Franz R. (2008), “A Primer on Financial System Meltdown - The Economists' View”, WIFO Working Papers, 333/2008.

KRUGMAN, Paul (2009), “How did Economists get it so Wrong?”. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.

SCHNEIDER, Friedrich e Gebhard Kirchgässner (2009), “Financial and World Economic Crisis: What Did Economists Contribute?”, Department of Economics , Universität of St Gallen, Discussion Paper, n.º 2009-14.

SUMMER, David (2008), “The Financial Crisis in 2007 and 2008 Viewed from the Perspective of Economic Research”, *Monetary Policy & The Economy*, Q4/08, p. 85..

WRAY, L. Randall (2009), “Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n.º 578.
Disponível em: <http://www.levy.org>.

4. **As duas linhas de pensamento.**

a) A linha “Keynes-Minsky-Krugman”

Tendo por base sobretudo a sua obra fundamental datada de 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Keynes é considerado precursor de todos quantos rejeitam os seguintes postulados e hipóteses, tão caros à Economia neoclássica: *i)* a ideia da capacidade auto-reguladora dos mercados e da estabilidade do equilíbrio; *ii)* a hipótese dos mercados eficientes e a tese das expectativas racionais. As crises financeiras e económicas seriam assim demonstrativas não apenas da falta de capacidade de auto-regulação do mercado, mas também da natureza intrinsecamente instável do sistema capitalista. Os argumentos fundamentais de Keynes que permitem antecipar estas conclusões são sobretudo três.

1.º O papel da incerteza. A teoria de Keynes aponta a incerteza como factor inibidor dos mecanismos de auto-regulação do mercado.

2.º A concepção da moeda como bem desejado por si só. Rejeitando assim o postulado da teoria quantitativa da moeda que o via como um “véu” a ocultar simples relações de troca entre produtos; a circulação de moeda aparece também, no pensamento keynesiano, relacionada com as expectativas sobre lucros futuros.

3.º A ilusão monetária. A importância atribuída por Keynes ao fenómeno da ilusão monetária no funcionamento dos mercados de trabalho – permitindo explicar a fixação dos salários e as consequências sobre o emprego – serve hoje para explicar o funcionamento dos mercados financeiros.

4.º A eficácia marginal do capital. Fazendo associar o surgimento das crises ao colapso da eficiência marginal do capital.

Hyman Minsky, ainda que fortemente influenciado pelo pensamento de Keynes, procura ultrapassar o que considera serem lacunas da teoria deste economista para a explicação das crises financeiras, apresentando depois a sua hipótese da fragilidade financeira do sistema (1986, 1992). Esta hipótese é referida por Palley (2009) como um misto de ciclo económico Keynesiano de médio prazo, na versão do modelo Samuelson-Hicks do ciclo dos negócios, com os ciclos económicos de longo prazo, desenvolvidos por economistas como Schumpeter e Kondratieff.

Um dos maiores estudiosos da teoria de Minsky (e também como veremos uma das grandes referências na análise histórica das crises financeiras) é Kindleberger (1996). Deste autor (p. 1-37), retiramos as principais ideias que alicerçam a construção de Minsky – e que ele próprio, Kindleberger, acaba por desenvolver -, a saber:

1.ª Minsky desenvolve a sua teoria da instabilidade do mercado financeiro, integrando-o no ciclo dos negócios da economia, com bolhas especulativas endógenas aos mercados financeiros.

2.ª Nele está presente depois a ideia de que as crises assumem uma padrão cíclico e repetitivo ao longo da história (ainda que, acrescenta Kindleberger, nos últimos 30 anos, a sua frequência seja maior);

3.ª A natureza de alterações pró-cíclicas associadas à concessão de crédito, a qual aumenta rapidamente em fases de expansão económica e decresce de forma acentuada quando a economia arrefece;

4.ª As crises são caracterizadas por momentos-padrão. Em primeiro lugar, a ocorrência de um determinado evento ("*displacement*") que provoca um clima de optimismo: uma descoberta tecnológica ou uma inovação científica; uma fase de expansão económica, etc.. Segue-se, em segundo lugar, o surgimento de um estado de euforia que conduz ao aparecimento de uma bolha especulativa: os investidores tornam-se sobre-optimistas com relação à evolução futura dos activos (imóveis, acções, etc.) e revêem em alta as suas expectativas de lucro, aumentando a sua avidez

em aceder ao crédito; ao mesmo tempo, diminui a capacidade de avaliação, por parte dos credores/prestamistas, do risco associado ao investimento, aumentando a sua avidez para emprestar, mesmo que em condições muito arriscadas; os activos valorizam-se desmesuradamente. Em terceiro lugar, um abrandamento súbito nesse processo de valorização provoca os primeiros sinais de tensão (“*distress*”). Segue-se a implosão da bolha e o pânico generalizado que é também um estado de sobre- pessimismo em relação à evolução futura do valor dos activos; estes desvalorizam-se abruptamente. O ciclo termina com a solução.

5.ª A caracterização da actividade bancária (ou financeira) como actividade “*profit-seeking*” e que, como tal, cria soluções, produtos e instrumentos financeiros cada vez mais inovadores para a sua relação com as empresas e com a economia. Tendo em conta, justamente, a relação entre “resultados operacionais/dívida” com as unidades económicas, é possível assim encontrar três tipos de finança (Minsky, 1992):
i) Finanças hedge (com cobertura): se o resultado operacional da empresa for mais do que suficiente para pagar quer os juros quer o serviço da dívida; *ii) Finanças especulativas*: se o resultado da operação da empresa em questão for suficiente apenas para pagar os juros, tendo que se endividar para suportar as dívidas anteriormente contraídas; *iii) Finanças Ponzi*: quando as empresas não conseguem suportar sequer os juros, tendo que se endividar cada vez mais ou vender alguns dos seus activos. Para Minsky, havendo um período muito duradouro de expansão económica, a economia capitalista tende a mover-se da sua estrutura dominante que é a de finanças *hedge* para finanças cada vez mais envolvidas em actividades especulativas e actividades Ponzi. Se a economia apresentar ainda uma situação inflacionista e as autoridades monetárias tentam exorcizar esse estado inflacionista através da restrição monetária, então as actividades especulativas tornam-se actividades Ponzi e o ganho líquido das unidades Ponzi iniciais evapora-se pura e simplesmente. Com tais perdas, as unidades económicas tentam, em desespero, vender a sua posição – e dá-se então o colapso dos valores dos activos.

6.ª A hipótese da instabilidade financeira relaciona o estado da economia – a situação económica conjuntural – com a apetência dos mercados financeiros em iniciar

uma “aventura” especulativa. Mas mais: para Minsky, a especulação nos mercados financeiros é ela-mesma um produto do funcionamento e da “lógica” intrínseca do sistema capitalista. Isto resulta dos dois teoremas em que se baseia a hipótese da instabilidade financeira (Minsky, 1986): «The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system».

7.^a Minsky chama ainda a atenção para o carácter internacional das crises, ou seja, para os efeitos de contágio que uma crise doméstica pode ter.

8.^a Finalmente, este economista assinala a importância do papel da regulação para conter quer a especulação, quer os excessos do sistema financeiro. E vai mais longe, sugerindo o papel do Estado como prestamista de último recurso (*“lender of last resort”*).

O pensamento de Minsky, considerado por alguns como próximo do pensamento económico neo-marxista, acabou – talvez por isso – por ser menosprezado pela economia bancária e financeira, bem como pelas correntes *“mainstream”* que dominaram, ao longo da década de noventa passada, a política monetária e de supervisão levada a cabo pela Reserva Federal Norte-Americana. Porém, voltámos a ter “um momento Minsky” com a crise do *sub-prime* de 2007 – na expressão de Mc Culley (usada pela primeira vez em 1998, para a crise da dívida russa) – e isso reabilitou, aos olhos da ciência económica e da academia, a sua hipótese de instabilidade financeira do sistema.

Paul Krugman, laureado com o Prémio Nobel em 2008 – já em plena crise – tem feito, nos últimos meses, uma análise constante e sistemática das suas causas e das medidas adoptadas pelos Estados (em particular, pela Administração Obama, de que tem sido, aliás, crítico) e pelos bancos centrais, comentando ainda as propostas feitas por outros economistas e avançando, ele próprio, com as suas ideias de reforma. No blog que

vem assinando em associação com o *New York Times*, - <http://krugman.blogs.nytimes.com/> -, encontramos uma imensidão informativa – com links abundantes para outros sites – sobre a actual crise. Nos últimos *posts*, o tema dos “estímulos orçamentais à economia” tem merecido especial atenção. Krugman é um herdeiro de Keynes. Nisto não existe grande novidade: na verdade, pode bem dizer-se que, de uma forma geral, todos os economistas são herdeiros de Keynes. A diferença relativamente a uma boa parte deles, está em que Krugman exhibe com orgulho essa herança. Para além disso, a grande utilidade dos seus textos mais recentes – e pensamos agora naqueles que se tornaram “*best sellers*” – está em descrever, de uma forma muito acessível e com boa dose de ironia, as mudanças do capitalismo recente, a inovação tecnológica e a capacidade criadora nos mercados financeiros, que conduziram à actual bolha especulativa e à sua implosão. No caso nomeadamente do seu muito conhecido texto *O regresso da economia da depressão e a crise actual* (editado em 1999, mas com uma reedição em 2008-09), ainda que não expressamente invocado, sentimos também a “presença” de Minsky. Para Krugman, uma das marcas fundamentais do sistema financeiro actual – onde a criatividade humana parece de facto ilimitada – aparece associada ao desenvolvimento dos fundos especiais de investimento (“*hedge funds*”), instituições que conseguem controlar temporariamente activos muito superiores à sua riqueza própria. Ora, para este autor (2009, p. 122), o nome destes “*hedge funds*” é esquisito, desde logo pelo seu nome, o qual deveria querer significar “com compensação” ou “com cobertura”, mas que acaba por se traduzir exactamente no contrário. Na verdade, com tais fundos procura-se ganhar o máximo com as flutuações do mercado. A forma de o fazerem consiste em “ficarem curtos” (“*short selling*”) em certos activos, prometendo vendê-los a um preço fixo numa data futura, e em “ficarem longos” em outros activos (“*long selling*”). Haverá, portanto, lucros se as cotações dos activos em que ficaram curtos descerem (de forma a poderem ser vendidos mais baratos), ou se o valor dos activos comprado subir, ou em ambos os casos. O grande problema das bolhas especulativas reside no carácter fortemente estruturado ou “alavancado” dos produtos que lhes estão associadas, dependendo fortemente do mercado de crédito (e, assim, contagiando todo o sistema

bancário ou financeiro), na circunstância de se traduzirem em investimentos de risco elevado e, no facto, de implicarem por das parte instituições devedoras, com carácter financeiro ou não, por vezes, a construção de folhas de balanço frágeis ou artificiosas (neste sentido, também Ryan e Koronowsky, 2009). Uma das razões invocadas por Krugman para o papel destes fundos na génese das crises mais recentes (que não apenas a actual), está no facto os mesmos terem escapado à regulação e à supervisão bancária, ficando à margem do sistema regulado – por isso, estas e outras práticas afins vêm sendo integradas na chamada “banca-sombra” (“*shadow banking*”) (sobre esta questão, *vide* também, McCulley, 2009).

b) A linha “Friedman-Muth-Fama-Greenspan-Bernanke”

A hipótese das expectativas racionais foi pensada inicialmente por Muth (1961), logo secundado por Lucas (1972), Sargent e Wallace (1975, 1976), Barro (1976) e Kydland e Prescott (1977), para se referirem à capacidade de *previsão* ou de *antecipação perfeita* (em matéria de inflação), por parte dos agentes económicos. Esta hipótese, já o dissemos em outro momento³, com base na afirmação de Muth, «equaciona dois conceitos distintos: as expectativas subjectivas e psicológicas dos sujeitos acerca das variáveis económicas são “postuladas” como *expectativa matemática condicional dessas variáveis*. (...) Pelo que (...) a *antecipação do valor futuro de uma variável será racional se for igual à esperança matemática desta última, calculada com base em todas as informações pertinentes e disponíveis*». A hipótese das expectativas racionais alicerça, por sua vez, a Nova Macroeconomia Clássica, e a sua tese fundamental da neutralidade das políticas económicas – condição *sine qua non* para a manutenção da capacidade previsional natural exibida pelos agentes no mercado. A neutralidade, em clara ruptura com a discricionariedade política associada ao “menu” keynesiano de estabilização macroeconómica, aparece vertida na frase de Kydland e Prescott, “*rules rather than discretion*”, que foi prontamente assumida, pela academia mais ilustre e pelos decisores ocidentais, como lema ou divisa da política conjuntural.

³ CABRAL, Nazaré da Costa (2008), *Programação e Decisão Orçamental – da Racionalidade das Decisões Orçamentais à Racionalidade Económica*, Coleção Teses, Almedina – Coimbra, p. 322.

Pela mesma altura em que Muth dava início à revolução das expectativas racionais, Eugene Fama, sozinho ou em co-autoria (1965, 1969, 1970 e 1991), dava um contributo decisivo para o desenvolvimento da moderna teoria da finança (quantitativa) com a sua *hipótese dos mercados eficientes*. Como referem Beechey, Gruen e Vichery (2000-01): «The efficient market hypothesis states that asset prices in financial markets should reflect all available information; as a consequence, prices should always be consistent with ‘fundamentals’». Significa isto que o mercado processa a informação de forma racional, no sentido de que a informação relevante não é ignorada e de que não se cometem erros sistemáticos.

O quadro seguinte, retirado destes mesmos autores, dá conta, de forma sintética mas muito precisa, dos principais postulados em que assenta a teoria dos mercados eficientes e a respectiva confirmação (ou infirmação) empírica (retirada de estudos subsequentes e que os autores depois referem). Assim:

Quadro

“Os postulados da hipótese dos mercados eficientes”

Postulado	Evidência empírica
Os preços dos activos alteram-se de forma aleatória (“ <i>random walk</i> ”) ao longo do tempo.	Parcialmente verdade. Mas: - Autocorrelação positiva pequena nos retornos das acções no curto prazo (diariamente, semanalmente e mensalmente) - Fraca evidência da reversão média dos preços das acções no longo prazo (3-5 anos)
A informação nova é rapidamente incorporada no preço dos activos, e a informação actualmente disponível não pode ser utilizada para prever retornos em excesso no futuro.	A informação é de facto rapidamente incorporada no preço dos activos. Mas há excepções. Quanto à informação actual: - No mercado de acções, as participações com retornos elevados continuam a produzir retornos elevados no curto prazo (efeito <i>momentum</i>) - No longo prazo, as participações com rácios baixos em ganhos de valor (“ <i>price-earnings</i> ”), altos rácios de “ <i>book-to-market value</i> ” e, bem assim, em outras medidas de valor superam a performance do mercado (efeito <i>valor</i>). - No mercado de câmbios estrangeiro, a actual taxa a prazo ajuda a prever os ganhos em excesso, na medida em que é uma previsão enviesada da taxa de câmbio futura.
A análise técnica não deveria dar nenhuma informação útil.	A análise técnica está contudo amplamente generalizada nos mercados financeiros. A evidência sobre se gera retornos em excesso é uma evidência mista.
Os gestores de fundos não conseguem de forma sistemática superar a performance do mercado.	É verdade, apenas aproximadamente. Existe alguma evidência de que estes conseguem de forma sistemática superar a performance do mercado.
Os preços dos activos são mantidos em níveis consistentes com os “ <i>economic fundamentals</i> ”; ou seja, os seus valores não estão desalinados.	Em certos momentos, os valores dos activos aparecem claramente desalinados, situação que por vezes se mantém durante um largo período de tempo.

Fonte: *Beechey, Gruen e Vichery (2000-01), p. 4.*

Um dos pontos que marca a oposição entre Keynesianos (ou Neo-Keynesianos) e as correntes monetaristas conservadoras tem que ver com o papel das autoridades monetárias (v.g. Bancos Centrais) na articulação entre a política monetária e a política de supervisão e na priorização que é dada a cada uma destas. O pensamento monetarista – que têm dominado a política da Reserva Federal Norte-Americana nos últimas décadas - tem vindo a ser acusado (invocando-se justamente a actual crise como consequência da sua linha de acção) de ter sacrificado as cautelas com a

estabilidade financeira do sistema, em prol da sacralização do objectivo macroeconómico da estabilidade dos preços. Na verdade, o sentido da condução da política monetária pela Reserva Federal Norte-Americana, durante a presidência de A. Greenspan (e também, de resto, com algumas variações, da política monetária do Banco Central Europeu), suscita hoje crítica contundente provinda dos mais diversos quadrantes (em evidência, desde logo, Krugman, 2009, p. 140 ss.). Greenspan, autor do discurso famoso da *“irrational exuberance”* em 1996, justamente para se referir à bolha especulativa no mercado das acções, é no entanto acusado de nada ter feito para evitar que a bolha rebentasse. Com efeito, a opção da Reserva Federal em manter as taxas de juro em valores muito baixos (depois dos ataques terroristas do 11 de Setembro e da implosão da bolha dos *“dot.com”* logo no início do século XIX) teria contribuído para o clima especulativo ou, pelo menos, para o agravamento de comportamentos de risco excessivo. A economia sobreaqueceu, o emprego aumentou, mas pondo em causa, portanto, a estabilidade financeira do sistema.

Não se afastou substancialmente da doutrina Greenspan o pensamento do actual Presidente da Reserva Federal Norte-Americana, Ben Bernanke, a quem coube a responsabilidade de concretizar as medidas de resposta à actual crise financeira, através de uma forte injeção monetária no sistema financeiro. De qualquer forma, Bernanke havia já antes, num plano académico e científico, modelizado a política monetária, na presença de bolhas especulativas de activos. Num artigo importante, Bernanke e Gertler (1999) propõem e desenvolvem o modelo quantitativo BGG (de Bernanke, Gertler e Gilchrist), simulando os efeitos das bolhas especulativas e avaliando quais as regras de política mais adequadas para fazer face aos efeitos das perturbações nos mercados. Para concluírem que uma política centrada no controlo da inflação tende a funcionar adequadamente, sendo esta conclusão consistente – como o demonstram a seguir – com a verificação de diferentes cenários alternativos. Que ideias fundamentais retiramos deste artigo? Em primeiro lugar, a ideia de que no contexto de uma gestão de curto prazo da política monetária, os bancos centrais devem ver a estabilidade dos preços e a estabilidade financeira como objectivos complementares e mutuamente consistentes, os quais devem ser prosseguidos de

acordo com um mesmo quadro de política. Em segundo lugar, a ideia de que o melhor regime para satisfazer tais objectivos é o regime de “*flexible inflation targeting*”, propondo designadamente um “*targeting*” (alvo) explícito e transparente e não apenas meramente implícito. Este regime determina que os bancos centrais devem ajustar a política monetária de forma activa, de modo a prevenir quaisquer tensões inflacionistas ou deflacionistas. Para além disso, determina ainda que a política monetária não deve responder a alterações nos preços dos activos, a menos que os mesmos sinalizem alterações na inflação futura. A tentativa de estabilização dos preços dos activos *per se* é problemática, desde logo pelo facto de ser muito difícil determinar se essas alterações se ficam a dever aos “*economic fundamentals*” (v.g. a volatilidade intrínseca e *tolerável* do mercado financeiro) ou aos “*non-fundamentals*” (v.g. práticas reguladoras frágeis e irracionalidade dos agentes no mercado), ou a ambos. Assim, ao focar-se apenas nas pressões inflacionistas ou deflacionistas resultantes dos movimentos dos preços dos activos, um Banco Central responde efectivamente aos efeitos colaterais tóxicos dos “*booms*” e “*busts*”, sem entrar no negócio e decidir o que é fundamental ou não. Depois, porque assim se evita o risco de, uma vez “*furada*” a bolha, se assistir à generalização de uma situação de pânico. Finalmente, porque o “*inflation targeting*” contribui quer para a criação de condições de estabilidade macroeconómica, levando a que as taxas de juro tendam a subir quando ocorram “*booms*” inflacionistas nos preços dos activos e a descer quando ocorram “*busts*” deflacionistas nesses mesmos preços (assim, Bernanke e Gertler, 1999, p. 18).

É esta vocação adaptativa (ou pró-cíclica?..) da política monetária que tem sido reiteradamente atribuída à acção da Reserva Federal Norte-Americana, quer durante a era Greenspan, quer agora com Bernanke e merecido crítica das correntes opositoras. A política de Bernanke – agora no contexto desta nova crise - é apodada de “*canonical*”, e os cânones são os mesmos que guiavam o seu antecessor. Além disso, criticam-se-lhe outras consequências *reais*: a injeção monetária no sistema financeiro “*insolvente*”, de valores sem paralelo, em 2008, mais não fez do que contribuir para o risco moral, para a manutenção de investimentos de risco e para o sobre-

endividamento. É, afinal e em suma, a manutenção da política “*boom and bust*” (Ryan e Koronowsky, 2009).

5. Sugestões bibliográficas sobre “as duas linhas de pensamento”:

ASENSIO, Angel (2008), “Economic consequences of the financial crisis - A Keynesian point of view”. Disponível em: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/33/67/25/PDF/asensio_financial_crisis_consequences.PDF

BARRO, Robert J, (1977). "Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States," *American Economic Review*, vol. 67(2), pages 101-15,

BEECHEY, Meredith, David Gruen and James Vickery (2000), “The efficient market hypothesis: a survey”, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 2000-01.

BERNANKE, Ben e Mark Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility”. Disponível em: <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/4q99bern.pdf>.

COOPER, George (2008), *A origem das crises financeiras*, Lua de Papel.

FAMA, Eugene F. (1965), — “The Behavior of Stock Market Prices”, *Journal of Business*, 38, pp 34–105.

— (1970), “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 25(1), pp. 383–417.

— (1991), “Efficient Capital Markets: II”, *Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575–1617.

FAMA, Eugene F., L Fisher, M Jensen and R Roll (1969), ‘The Adjustment of Stock Prices to New Information’, *International Economic Review*, 10(1), pp. 1–21.

GALBRAITH, James K. (2009), “Financial and Monetary Issues as the Crisis Unfolds”, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, n.º 103.

KEYNES, John Maynard (1973) [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Cambridge University Press.

KINDLEBERGER, Charles P. (1996), *Manias, Panics and Crashes - A History of Financial Crisis*, New York.

- KRUGMAN, Paul (2009) [1999], *O Regresso da Economia da Depressão e a Crise Actual*, Editorial Presença.
- KYDLAND, Finn e Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economics*, Vol. 85, pp. 473-482.
- LUCAS, Robert E. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money" *Journal of Economic Theory* 4: 103–124.
- MCCULLEY, Paul (2009), "The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey", Pimco - Global Central Bank Focus
- MINSKY, Hyman P. — (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
— (1992) "The Financial Instability Hypothesis", The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n.º. 74, Prepared for Handbook of Radical Political Economy, edited by Philip Arestis and Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.
- MUTH, John F. (1961). "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, 29, pp. 315-335.
- PALLEY, Thomas E. (2009), "A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crisis", IMK Working Paper 5/2009.
- SARGENT, Thomas e Neil Wallace — (1975) "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule," *Journal of Political Economy*, p. 241 ss.
— (1976) "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy," *Journal of Monetary Economics*, pp. 168-183.
- RYAN, John e Adam Koronowski (2009), "Greenspan's Legacy and Bernanke's attitude to Financial Crisis", Department of Economics of Ca' Foscari University of Venice, n.º 19/WO/2009.
- SNOOKS, Graeme Donald (2008), "Recession, Depression, and Financial Crisis: Everything Economists Want to Know But Are Afraid to Ask", Global Dynamic Systems Centre, The Australian National University, Working Paper n.º 7.

SZAFARZ, Ariane (2009), “How Did Financial-Crisis Based Criticisms of Market Efficiency Get It So Wrong?”, CEB Working Paper N° 09/048.

VERCELLI, Alessandro (2009), “A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n.º 579. Disponível em: <http://www.levy.org>.

6. A linha “Kahneman/Tversky-Thaler-Kindleberger-Schiller/Akerlof”

A hipótese dos mercados eficientes e o seu pressuposto subjacente, o da racionalidade *bayesiana* em contextos de incerteza, tem conhecido outros argumentos de refutação. No estudo do funcionamento dos mercados financeiros, associa-se a Stiglitz e aos seus modelos construídos a partir da ideia de assimetria informativa, um primeiro ponto de ruptura relativamente àquela outra hipótese teórica. Por exemplo, em Grossman e Stiglitz (1980) e em Stiglitz e Weiss (1981), os problemas de informação assimétrica e de risco moral tornariam a hipótese de eficiência nestes mercados (sobre o assunto, veja-se Hahn, 2008, pp. 3 e 4 e Fox, 2009, pp. 182 e 183).

De qualquer forma, a crítica mais contundente aos pressupostos da teoria dos mercados eficientes tem cabido sobretudo à linha “comportamental-psicológica” que, a partir da década de setenta passada, começou por questionar o paradigma da Economia neoclássica, do *homo oeconomicus* e do princípio da racionalidade decisional, mormente em situações de risco/incerteza. Coube, numa primeira fase, a Kahneman e a Tversky (num percurso iniciado com a sua “*prospect theory*” – 1979 – e prosseguido com diversos outros estudos) justificar as imperfeições dos mercados, transpondo para a Economia e para os comportamentos económicos alguns elementos retirados da Psicologia e da Neurociência, tais como os enviesamentos cognitivos e de informação, o papel dos instintos, das intuições e das emoções e o papel da memória. A influência destes factores psicológicos contribuiu claramente para o desenvolvimento da Economia Comportamental (“*Behavioral Economics*”) e, particularmente, das Finanças Comportamentais (“*Behavioral Finance*”). Neste campo,

em particular, assinala-se o contributo recente de Thaler (evidenciando-se nos anos noventa a série “*Anomalies*”, no *Journal of Economic Perspectives*). Um dos aspectos assinaláveis no seu percurso teórico consiste em explorar a hipótese dos comportamentos de massa (“*herd behavior*”), para explicar o surgimento e o desenvolvimento de bolhas especulativas. Este ponto é de resto também explorado por Schiller (2009⁴), segundo o qual é possível observar na sociedade humana que as pessoas que comunicam umas com as outras tendem a pensar de forma semelhante. Assim, em cada tempo e lugar, existe um espírito do tempo, um “*Zeitgeist*”. Aplicando esta ideia aos mercados financeiros, afirma que, se cada investidor fosse independente dos outros, o erro de cada qual tender-se-ia a diluir, não chegando a afectar os preços dos activos. Mas se, pelo contrário, os pensamentos irracionais afectarem de forma idêntica um número vasto de pessoas, então isto pode conduzir a “*booms*” e “*busts*” no mercado. As razões que levam a tais comportamentos em massa têm a ver, quer com a pressão social que certos indivíduos (desde logo, por possuírem maior autoridade) exercem sobre outros, quer com o papel da informação e da propagação acelerada da informação (as chamadas “*cascatas*” informativas”), hoje facilitada pelos meios electrónicos existentes (media/ internet). As situações quer de confiança excessiva, quer de pânico podem ser geradas ou maximizadas através deste meios informativos.

Também Kindleberger (1996) assinalara já os excessos das reacções humanas aos movimentos dos mercados financeiros. A obra citada intitula-se *Manias, Panics, and Crashes*. Logo no primeiro capítulo, o autor identifica as manias com os estados de euforia resultantes de fases de expansão do ciclo dos negócios. Nestas fases, o aumento dos preços do imobiliário, de outros activos ou de “*commodities*” contribui para o aumento do consumo e do investimento que, por sua vez, conduz a acelerações nas taxas de crescimento económico. Este crescimento induz, depois, os investidores e os prestamistas a ficarem ainda mais optimistas relativamente ao preço futuro daqueles bens ou activos. O período de euforia é também um período de desatenção: o objectivo é o de fazer mais dinheiro em menos tempo. Simplesmente, de súbito,

⁴ 1.ª edição: 2005.

acontece um qualquer evento que faz parar o aumento dos preços dos activos. Rapidamente, alguns investidores que se financiaram recorrendo ao crédito transformam-se em vendedores apressados e angustiados, uma vez que as taxas de juro a pagar pelos empréstimos tornam-se mais altas do que o valor dos activos detidos. As suas vendas sob tensão (“*distress*”) levam a reduções impressionantes nos preços dos activos e, então, gera-se o pânico e ocorre o “*crash*” (p. 11).

Na mesma linha, vão Schiller (2009) e Akerlof e Schiller (2009), em obras que se tornaram talvez nas duas maiores referências na utilização das “variáveis” psicológicas para explicar a actual crise financeira e económica.

Schiller apropria-se da expressão de Greenspan, *Irrational Exuberance*, para dar o título ao seu livro – considera que este estado de exuberância irracional constitui a base psicológica da bolha especulativa. Define, por sua vez, a bolha especulativa como a situação em que as notícias de aumentos de preços aumentam o entusiasmo dos investidores, que se contagia (psicologicamente) de pessoa para pessoa, num processo de amplificação de notícias sobre valorização dos activos e de crescimento do número de potenciais investidores, processo este que tanto determina a inveja em relação aos sucessos alcançados pelos primeiros, como estados de excitação de todos os jogadores envolvidos. Schiller identifica, de seguida, os 12 factores que, nas últimas décadas, têm propulsionado as bolhas de mercado, a saber (p. 33 ss.): *i)* o desenvolvimento do sistema capitalista pela “democratização” e “universalização” da propriedade privada; *ii)* as alterações culturais e políticas que favorecem a ideia de sucesso nos negócios; *iii)* a nova tecnologia de informação; *iv)* a política monetária de suporte, levada a cabo durante a era Greenspan (já aqui referida); *v)* os efeitos do “*baby boom and bust*” e a sua transposição para os mercados; *vi)* a utilização dos *media* para veicular notícias sobre negócios, finança e economia; *vii)* as previsões optimistas dos analistas; *viii)* a expansão de planos de pensões de contribuição definida (em detrimento dos planos de benefício definido); *ix)* o crescimento dos fundos mútuos; *x)* o declínio da inflação e os efeitos da ilusão monetária; *xi)* a expansão do volume do comércio e o papel dos “*brokers*”; *xii)* o aumento das oportunidades de jogo.

O aspecto talvez mais relevante do livro de Schiller consiste em chamar a atenção para os tais enviesamentos psicológicos que constituem mecanismos de amplificação das perturbações do mercado, evidenciando em primeiro lugar o papel da confiança do investidor, depois o papel das emoções e das expectativas, finalmente os processos de “*feedback*” que explicam as influências de uns mercados noutros e a propagação dos estados psicológicos dos investidores.

De forma similar, retomando aliás algumas das ideias avançadas nesta obra, Akerlof e Schiller (2009) convocam os “*Animal Spirits*” para explicar *como a psicologia humana conduz a Economia e por que razão ela importa no capitalismo global*. O que os autores identificam são os diferentes aspectos em que se concretizam esses “*animal spirits*”. Em primeiro lugar, a *confiança*, que tem aqui não o significado que lhe é dado pela economia neoclássica (enquanto processo de tomada de decisão racional), mas envolvendo um conjunto de estados de alma que divergem consoante a situação económica do momento. Os autores transpõem, por outro lado, o conceito de multiplicador (pensado por Keynes para as variáveis económicas convencionais), aplicando-o justamente à *confiança*, defendendo que a *confiança* é também um elemento que pode ser mensurado e até relacionado com o crescimento do PIB (o que de resto já vem sucedendo, por exemplo, pela utilização dos indicadores de *confiança*). Em segundo lugar, os autores preconizam que o estabelecimento dos salários e dos preços depende largamente da *justiça*, convocando alguns contributos da sociologia e do estudo das organizações para explicar que muitas das relações económicas dependem da ideia de troca justa (“*fair*”). Em terceiro lugar, os autores referem-se à corrupção e à má fé e ao papel que estas vêm desempenhando na economia, para lhes associarem práticas ilícitas, que vão desde a fraude à lei até às formas de contabilidade criativa. Ora, precisamente – afirmam – as últimas crises ocorridas a partir dos EUA têm associadas práticas desta natureza: o caso das “*Saving and Loans Assotiations*” e a recessão de 1991; o caso da *Enron* e da recessão de 2001; finalmente, o exemplo, das hipotecas “*subprime*” que estiveram na origem da recessão a partir de 2007. Em quarto lugar, os dois economistas encontram na ilusão monetária (pensada por Keynes para explicar a rigidez salarial) um outro argumento explicativo das crises financeiras

mais recentes: os contratos de dívida (como são as obrigações) são expressos em termos nominais sem indexação. De igual modo, muitas hipotecas comportam taxas fixas; outras, ainda que ajustáveis, estão longe de ser neutras em termos de inflação. Isto revela a existência de ilusão monetária, muito à semelhança do que se verifica no mercado laboral.

7. Sugestões bibliográficas sobre “assimetria informativa nos mercados financeiros” e sobre a “Psicologia e a Economia comportamental”

AKERLOF George A e Robert J. Schiller (2009), *Animal Spirits – How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.

FOX, Justin (2009), *The Myth of the Rational Market – A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business.

GROSSMAN, Sanford J. e Joseph Stiglitz (1980), “On the impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, pp. 393-408.

HAHN, Franz R. (2008), “A Primer on Financial System Meltdown - The Economists' View”, WIFO Working Papers, 333/2008.

KINDLEBERGER, Charles P. (1996), *Manias, Panics and Crashes - A History of Financial Crisis*, New York.

SCHILLER, Robert J. (2009) [2005], *Irrational Exuberance*, Broadway Books, New York.

STIGLITZ, Joseph e Weiss, A. (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, 71(3), 393-410

III – Algumas formas de abordar o “tema” crise: enunciação breve dos pontos temáticos e bibliografia

8. A história das crises e a crise actual: semelhanças e diferenças

A questão fundamental que tem vindo a ser discutida pela História Económica é a de saber se existem elementos constantes ou elementos-padrão comuns a todas as crises ou se há aspectos novos em cada uma delas. A ideia de que existe essa constância ou

repetição fica bem ilustrada na expressão de Kindleberger (1996) que considera as crises financeiras uma “*hardy perennial*”. Esta ideia está também presente em Reinhart e Rogoff (2009). No entanto, estes dois autores descobrem, ao longo de oito séculos de História, os argumentos (pretextos) utilizados para justificar o carácter novo e imprevisível de cada crise, isto é, os pretextos, para que, em cada uma das crises, sempre se tenha dito: “*This time is different*”. A afirmação do carácter único de cada crise não é inocente; tal como não é inocente a tese que afirma a sua repetição e a sua inevitabilidade. No primeiro caso, o postulado é o do equilíbrio estável fundamental do mercado, momentaneamente quebrado pelos “*economic fundamentals*”, mas sem questionar a capacidade auto-reguladora e auto-regeneradora do mercado; no segundo, o postulado é o da *instabilidade* do mercado – afinal, a marca intrínseca do sistema capitalista.

Uma outra perspectiva consiste em identificar, historicamente, tipos diferentes de crises, atendendo à causa fundamental que lhes deu origem. Evidencia-se, de novo, a este propósito, o texto Reinhart e Rogoff (2009), que identificam os seguintes tipos históricos de crises:

- Crises determinadas por limiares quantitativos: inflação e “*crashes*” monetários;
- Crises determinadas por certos eventos: crises bancárias e crises determinadas por incumprimento externo ou doméstico da dívida pública⁵.

⁵ O mais recente episódio da crise global é justamente a crise de dívida soberana verificada na Grécia (será o epílogo da crise ou um primeiro momento de uma nova crise mais profunda?). Alguns economistas alertam para os riscos dos seus alastramento não apenas para os países do Sul da Europa (de entre eles, desde logo, Portugal), mas também para outros países europeus e, até, no limite, para os EUA. Esta tese foi recentemente defendida por Niall Fergusson (aqui: http://www.ft.com/cms/s/0/f90bca10-1679-11df-bf44-00144feab49a.html?nclick_check=1) e afluída por Thomas Palley (aqui: <http://j1coreiro.wordpress.com/2010/02/11/thomas-palley-mix-inadequado-entre-politica-fiscal-e-monetaria-e-o-responsavel-pela-crise-na-europa/>).

9. Bibliografia recomendada:

FERGUSON, Niall (2008), *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, The Penguin Press, New York.

KAMIN, Steven (1999), “The current international financial crisis: how much is new?”, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 636.

KINDLEBERGER, Charles P. (1996), *Manias, Panics and Crashes - A History of Financial Crisis*, New York.

REINHART, Carmen (2008), — “The first global financial crisis of the 21st century: Introduction”, MPRA Paper n.º 13288, Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/13288/>

— (2008) “The first global financial crisis of the 21st century”, MPRA Paper n.º 11862, Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/11862/>

— (2009) “The first global financial crisis of the 21st century, Part II”, MPRA Paper n.º 13604, Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/13604/>

REINHART, Carmen e Rogoff, Kenneth S. (2009), *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

10. **A mais recente crise: a crise do “subprime”**

A explicação da recente crise do “subprime” tem sido também objecto de diversos estudos, especialmente na área da finança. Destes estudos, pela sua concisão e completude, destacamos o de Hellwig (2008), o qual começa por caracterizar as finanças do imobiliário, para, a partir daqui, identificar as inúmeras falhas que se verificaram nos anos que imediatamente antecederam a crise (p. 7 ss.). A primeira característica consiste no *desajuste de maturidade* que se verifica nas finanças do imobiliário, resultante da discrepância entre a vida dos activos (que é muito duradoura) e as perspectivas de investimento da maior parte dos investidores (que são orientadas sobretudo pelo curto ou médio prazos). Os efeitos desse desajuste de maturidade são empoçados pelas vicissitudes do funcionamento do mercado imobiliário: *i)* em primeiro lugar, o facto de os preços poderem ser incontroláveis; *ii)*

em segundo lugar, o facto de o mercado em si mesmo nem sempre funcionar de forma eficiente, designadamente por causa por dos problemas de informação incompleta e assimétrica (muito à semelhança do mercado dos “*lemons*” identificado por Akerlof nos anos setenta).

São estes problemas que tornam as finanças imobiliárias fortemente dependentes do mercado das hipotecas, mercado este que, sobretudo a partir da década setenta passada, sofreu nos EUA alteração significativa (v.g. pela substituição de hipotecas de taxa fixa por hipotecas de taxas ajustáveis).

A segunda característica associada às finanças do imobiliário teve que ver com o desenvolvimento, desde a década de oitenta, da chamada *securitização*. O mesmo autor define este esquema (p. 10): «Under securitization, sometimes referred to as the originate-and-distribute model of mortgage finance, the originating institution, traditionally a bank or a savings institution, will transfer mortgage titles to a *special purpose vehicle*, a specialized institution that puts a large set of mortgages into a package and that refinances itself by issuing “mortgage-backed securities”, i.e. securities whose claims are defined with reference to the returns that are earned by the package of mortgages. The risks of mortgage finance are thus transferred from the originating institution to the special purpose vehicle and to the holders of the mortgage-backed securities». Estas “*mortgage-backed securities*” são, por sua vez, estruturadas em tranches, as quais são ordenadas segundo a respectiva prioridade: a tranche “*sénior*”, a tranche “*mezzanine*” e a tranche “*equity*”.

Para Hellwig, do ponto de vista económico, este esquema à partida faz sentido, uma vez que permite afastar o risco da instituição original e dos seus devedores, transferindo-o para outros participantes no mercado que têm melhores condições para o suportar. Assim, afirma o mesmo autor: «In theory, therefore, the system of securitization of real-estate finance through mortgage-backed securities seems like a good way to shift a substantial part of the risks that are due to the mismatch between the economic lifetimes of real-estate investments and the horizons of investors away from the originating institutions and their debtors without impairing the incentives of originating institutions to be careful about the real-estate investments that they

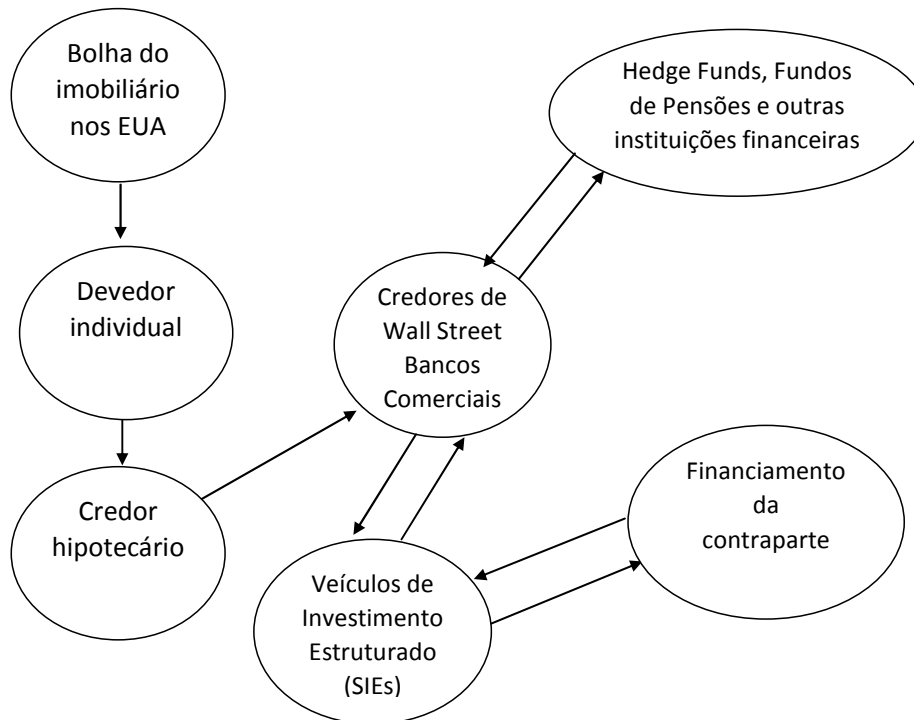
financed. The system would thus seem to provide a substantial improvement in the allocation of risks in the worldwide financial system».

Assim sendo pergunta: o que é, na prática, correu mal? Primeiro, o risco moral existente na origem não foi eliminado, antes foi empolado pelos desenvolvimentos subsequentes. Segundo, muitas das “*mortgage-backed securities*” não terminaram nos portfolios das companhias de seguros ou dos fundos de pensões, antes de instituições muito alavancadas, envolvidas em constantes alterações de maturidade e a necessitar de permanente refinanciamento. Terceiro, os mercados de refinanciamento destas últimas instituições entraram em crise.

Houve, com efeito, um conjunto de falhas que, juntas, conduziram à crise: falhas de securitização (a titularização das hipotecas de qualidade inferior (“*subprime*”), através da obrigações de dívida garantida – MBS CDOs); falhas de avaliação do risco (que levou a que as agências de notação do risco classificassem as quotas seniores das MBS CDOs como AAA, o que contribui para o financiamento em grande escala de empréstimos de “*subprime*”⁶); enfim, falhas nos controlos internos.

⁶ Neste sentido, também Krugman (2009, p. 150).

Figura
A crise do “subprime”



Fonte: Sornette e Woodard, 2009 (p.7)

Este esquema de funcionamento das finanças do imobiliário, na sua articulação com o sistema financeiro (formal e sombra), não foi devidamente acompanhado pela regulação bancária. Como afirmou Eichengreen (2008, p. 3), «the subprime crisis resulted from the tendency of financial normalisation and innovation to run ahead of financial regulation». Esta foi, na verdade, acrescentam Kirchgässner e Schneider, a primeira causa fundamental da crise. Mas não foi a única: estes autores evidenciam também, como factores determinantes, o “boom” na despesa de consumo ocorrida entre 2002 e 2007 e os desequilíbrios domésticos e internacionais daqui resultantes e, por fim, a própria internacionalização financeira.

Outra questão fundamental consiste em saber que quota-parte de responsabilidade teve o Banco Central ao não prevenir ou ao não evitar a amplitude e os efeitos desta

crise. Para os defensores da “linha” da Reserva Federal Norte-Americana, a “culpa” está na ausência de escrúpulos de certos investidores (os “Ponzi” dos tempos modernos), na ausência de cuidado e negligência na avaliação do risco, na ambição de fazer mais dinheiro em menos tempo: em tudo isto, o Banco Central foi inocente. Os defensores da política da banca central, seguida durante a era Greenspan, afastam também a ideia (já aqui referida) de que a política monetária seguida contribuiu esse estado especulativo sem controlo. Contrapõem, pelo contrário, a opinião de que essa política monetária era a política certa e adequada.

Há vozes críticas, contudo, que rejeitam este clamor pela inocência: «The assertion that the stance of monetary policy was appropriate given the measured inflation rate just assumes away the problem. If policy contributed to the bubble, then it was inappropriate regardless of the inflation rate. Contrary to the Fed position, people did see the housing and credit bubbles forming, although they were in the minority. Most importantly, the Fed as the central bank and the principle banking regulator alone had the responsibility of forestalling systemic risks» (Ryan e Koronowsky, 2009).

Esta afirmação remete-nos para um derradeiro (que não o menor) problema suscitado pela crise do “*subprime*”: a questão do *risco sistémico*, ou seja, o risco (de falência ou de bancarrota) generalizado a todo o sistema financeiro. Tornando premente, como se verá a seguir, a necessidade de reforma do sistema de supervisão e de regulação em cada um dos países e a nível internacional.

11. Bibliografia recomendada

BULLARD, James, Christopher J. Neely, E David C. Wheelock (2009), “Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer”, Federal Reserve Bank of St Louis Review, Spt./Oct., Part 1, p. 403 ss.

BREUSS, Fritz (2009), “The Financial Crisis as an Overshooting Phenomenon”, WIFO Working Papers, 226/2009.

DEGEN, Ronald J. (2009), “Moral hazard and the financial crisis of 2007-9: An Explanation for why the subprime mortgage defaults and the housing market

collapse produced a financial crisis that was more severe than any previous crashes (with exception of the Great Depression of 1929)", Instituto Politécnico de Leiria, Working Paper n.º 46/2009.

EICHENGREEN, Barry (2008), *Thirteen Questions About the Subprime Crisis*, mimeo, University of California, Berkeley (January), [emlab.berkeley.edu/users~eichengr](http://emlab.berkeley.edu/users/~eichengr).

HELLWIG, Martin (2008), *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43

KREGEL, Jan (2008), "Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis", The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n.º 530.

MILNE, Frank (2008), *Anatomy of the Credit Crisis: The Role of Faulty Risk Management Systems*, C.D. Howe Institute COMMENTARY, Financial Services, n.º 269.

MOLOCHNY, Boris, "Essay on International Financial Crisis and Endogenous Growth Theory", *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* 2 (1): 7-15

RYAN, John e Adam Koronowski (2009), "Greenspan's Legacy and Bernanke's attitude to Financial Crisis", Department of Economics of Ca' Foscari University of Venice, n.º 19/WO/2009.

SCHNEIDER, Friedrich e Gebhard Kirchgässner (2009), "Financial and World Economic Crisis: What Did Economists Contribute?", Department of Economics, Universität of St Gallen, Discussion Paper, n.º 2009-14.

SORNETTE, D. e R. Woodard (2009), "Financial Bubbles, Real Estate bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis", CCSS Working Paper Series CCSS-09-003.

WANG, Pengfei Wang e Yi Wen (2009), "Speculative Bubbles and Financial Crisis", Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis *Working Paper Series*, Working Paper 2009-029B. Disponível em: <http://research.stlouisfed.org/wp/2009/2009-029.pdf>

12. Os efeitos da crise

Podemos identificar dois tipos de efeitos:

- a) Efeitos económicos de uma crise (que começou por ser) financeira

Esta é questão da propagação dos efeitos de uma crise, que começa por ser financeira, à economia *real*. Ou, dito por outras palavras, a convolação de um crise financeira numa crise económica. A este propósito, existem diversos estudos sobre os efeitos económicos da crise: no investimento, no emprego, no crescimento económico, no comércio internacional, nos sistemas de pensões, etc..

- b) Efeitos de contágio

Outra questão é da dos efeitos de contágio da crise, no plano internacional, ou, dito de outra forma, a crise financeira enquanto crise global.

13. Bibliografia recomendada:

BURGER, Philippe *at aliud* (2009), “The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships”, IMF Working Paper, WP/09/144.

BURTLESS, Gary (2009), “Lessons of the Financial Crisis for the Design of National Pension Systems”, CESIFO Working Paper, n.º 2735, Category 3: Social Protection.

CIUREA, Ion (2009), “The impact of the financial crisis in the international commerce”, *Scientific Bulletin – Economic Sciences*, Vol. 8 (14).

COLIGNATUS, Thomas (2008), A note on competing economic theories on the 2007-2008 financial crisis: The case for (hidden) stagflation, MPRA Paper n.º 10831. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/10831/>.

STEINDEL, Charles (2009), “Implications of the Financial Crisis for Potential Growth: Past, Present, and Future”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report n.º 408.

TATOM, John (2008), “Is the financial crisis causing a recession?”, MPRA Paper n.º 12712. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12712/>.

14. A crise e o sistema financeiro: do “bail out” à reforma da supervisão/regulação

A política de ajuda aos bancos iniciou-se em meados de 2008, com a falência do Lehman Brothers e tornou-se rapidamente extensível a outras instituições financeiras, nos EUA e na Europa. As medidas assumiram formas diferenciadas e podem ser genericamente reconduzidas ao “*bailing out*”. O objectivo: evitar consequências mais graves, do ponto de vista económico e social, à escala mundial. O problema: a acção dos Estados enquanto “*lenders of last resort*” (prestamistas ou credores de último recurso) reforça o problema do risco moral (favorecendo a exposição ao risco e favorecendo a negligência), ao mesmo tempo que parte de um pressuposto de que os Estados são demasiado fortes para falir (“*to big to fail*”). Como já mencionámos antes, este pressuposto não é infalível: a situação da Grécia e os perigos da generalização da bancarrota “soberana” têm vindo a ser referidos, na imprensa económica recente, por alguns reputados economistas.

A crise suscitou também uma outra importante discussão: a da necessidade de reformar a regulação e os mecanismos de supervisão financeira. Discute-se a abrangência material (a regulação e a banca sombra) e a abrangência territorial da supervisão (no limite, teremos uma supervisão à escala mundial?)

15. Bibliografia recomendada

AGLIETTA, Michel e Sandra Rigot (2008), “The regulation of hedge funds under the prism of the financial crisis”, Economix, Working Paper 2008/20. Disponível em: <http://economix.u-paris10.fr/>

BAGUS, Philipp e David Howden (2009), “The Federal Reserve and Eurosystem’s Balance Sheet Policies During the Financial Crisis: a Comparative Analysis”, *Romanian Economic and Business Review*, Vol. 4, n.º 3, p. 165 ss..

BHATTACHARYAY, Biswa N. (2009), “Towards a Macroprudential Surveillance and Remedial Policy Formulation System for Monitoring Financial Crisis”, CESIFO Working Paper n.º 2803, Category 7: Monetary Policy and International Finance

FRATIANNI, Michele e Francesco Marchionne (2009), “Rescuing Banks from the Effects of the Financial Crisis”, MoFiR working paper n° 30.

GOODHART, C. A. E. (2008), “The Regulatory Response to the Financial Crisis”, CESIFO Working Paper n.º 2257, Category 6: Monetary Policy and International Finance

Mc ALEER, Michael, Juan-Angel Jimenez-Martin e Teodosio Pérez-Amaral (2009), “Has the Basel II Accord Encouraged Risk Management During the 2008-09 Financial Crisis?”. Disponível em: <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2009/2009cf643.pdf>

OJO, Marianne (2009), “Basel II and the Capital Requirements Directive: Responding to the 2008/09 Financial Crisis”, MPRA Paper No. 17379. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/17379/>

TYMOIGNE, Éric, — (2009) “Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 573.1.

— (2009) “Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part II - Deregulation, the Financial Crisis, and Policy Implications”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 573.2

16. A crise e os pacotes de estímulo à economia pela via orçamental; o impacto nas Finanças Públicas

Os países mais desenvolvidos, a braços com esta pesada crise, apostaram na adopção de pacotes de estímulo à economia (empresas e famílias), pela via fiscal e/ou pela via da despesa pública. Foi, desde logo, analisado o impacto ou a efectividade destas medidas no combate à crise e foram, inclusive, elaborados estudos, comparando as soluções adoptadas pelos diferentes países (por exemplo, a nível da União Europeia).

Para além do debate em torno do grau de eficácia dos estímulos à economia, outras questões foram referidas (elas, aliás, assumem relevância especial no quadro da união económica e monetária europeia), a saber:

— As consequências sobre o défice orçamental e sobre a dívida pública (directa e condicional do Estado);

- O estímulo orçamental e a suspensão dos processos em curso de consolidação orçamental;
- O estímulo orçamental e as consequências do ponto de vista da sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas.

A nível europeu, discute-se a questão da sobrevivência (ou não) do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Há opiniões distintas. Os defensores da preservação (da essência) do PEC preconizam uma estratégia de excepcionalidade e de reversibilidade das medidas de estímulo adoptadas: logo que surjam os primeiros sinais de retoma económica, os Estados são convidados a recuperar a disciplina orçamental, pelo menos no médio prazo.

17. Bibliografia recomendada

ANDERSEN, Torben M. (2009), “Fiscal policy and the global financial crisis”, Economics Working Paper 2009-07.

AUERBACH, Alan J. e William G. Gale, “The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond An Update”. Disponível em:

http://www.taxpolicycenter.org/UploadedPDF/411843_economic_crisis.pdf

BASU, Kaushik (2009), “A Simple Model of the Financial Crisis of 2007-9 with Implications for the Design of a Stimulus Package”. Disponível em:

<http://www.esocialsciences.com/data/articles/Document1178200990.5783655.pdf>

BUNEA-BONTAS, Cristina Aurora e Petre, Mihaela Cosmina (2009), “Fiscal Policy during the current Crisis”, MPRA Paper n.º 18676. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18676/>

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2009), “Long-term sustainability of public finances for a recovering economy”, Brussels, COM(2009) 545/3

DUMAS, Jean-Pierre (2009), “Some scepticism about Mrrs. Blanchard, Cotarelli & Strauss-Khan Fiscal Stimulus”, Comments on interview of Mr. Blanchard & Cotarelli by Camilla Andersen IMF Survey online December 29, 2008.

- HEMMELGARN, T. E. G. Nicodeme (2010), "The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy", Centre Emile Bernheim, CEB Working Paper N° 10/006
- HM TREASURY (2009), *Long-term public finance report: an analysis of fiscal sustainability*.
- IMF (2009), *Fiscal Implications of the Global Economics and Financial Crisis*, Washington
- IONESCU, George Horia, Mihai-Dragoş Ungureanu Ruxandra-Dana Vilag (2008), "The consequences of global financial crisis over European Union Budget", *Romanian Economic and Business Review*, Vol. 4, No. 1, p. 28 ss..
- PADOAN, Pier Carlo (2009), "Fiscal Policy in the Crisis: Impact, Sustainability, and Long-Term Implications", ADBI Working Paper Series, n.º 178.
- OECD (2009), *Restoring Fiscal Sustainability: Lessons for the Public Sector*, Public Governance Committee.
- SFILIMBERGO, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard e Carlo Cottarelli (2008), *Fiscal Policy for the Crisis*, IMF Staff Position Note, SPN/08/01.
- THENUWARA, H. N. (2009), "Disentangling the Global Financial Crisis: A Review of the Global Response", CENTRE FOR BANKING STUDIES, CENTRAL BANK OF SRI LANKA.
- WATT, Andrew (2008), "The economic and financial crisis in Europe: addressing the causes and the repercussions", MPRA Paper No. 12337. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12337/>