

## Índice

Introdução	13
Agradecimentos	23

### PARTE I: OS BANCOS E O SISTEMA FINANCEIRO

1. Prelúdio: A Crise do <i>Subprime</i> Americano	
1.1. Explicando a crise do <i>subprime</i>	27
1.2. Crise de liquidez	29
1.3. O estado da economia americana no final de 2007	31
1.4. A resposta da política monetária: um erro de <i>timing</i> ?	32
1.5. A crise financeira de 2008 ao rubro	34
1.6. A semana negra em setembro de 2008	38
1.7. Princípios em crises	39
1.8. A evolução da crise	40
1.9. Depressão?	41
1.10. Expansões fiscais	42
1.11. E se os bombeiros foram os incendiários?	43
1.12. Contradições	45
2. Os Bancos São Empresas Especiais	
2.1. Será irresponsável dizer a verdade?	47
2.2. Garantias dos depósitos	48
2.3. Falência de um banco	50
2.4. O triângulo das Bermudas bancário	51
2.5. As contas do BCP	51
2.6. Comissões de cancelamento antecipado	52
2.7. Sem fim lucrativo?	54
2.8. Os sacanas dos bancos	55

2.9. Para onde foi o dinheiro do Madoff?	57
2.10. Os impostos sobre a banca	58
2.11. Taxar bancos e banqueiros	58
3. Regulação Financeira	
3.1. Para que serve a regulação?	61
3.2. Regulação financeira	62
3.3. Inovação, crises e regulação	64
3.4. Incentivos às pessoas certas	66
3.5. Os bancos devem ter capital	67
3.6. Os bancos e a cimeira europeia	68
3.7. Empréstimos ao Estado retiram crédito à economia?	69
3.8. Salvar bancos	71
3.9. Alternativas à nacionalização	72
3.10. Recapitalizar bancos	73
3.11. Detalhes que valem milhões	74
3.12. Quem é o nosso Morgan ou Bernanke?	75
3.13. O custo olímpico dos bancos	77
4. A Tempestade no Horizonte: 2009	
4.1. O verdadeiro pânico	79
4.2. Lidar com o monstro	80
4.3. O <i>Titanic</i> a afundar e a orquestra a tocar	81
4.4. A bancarrota na Grécia e em Portugal	83
5. As Primeiras Reações: 2010	
5.1. Comentários ao PEC 2	87
5.2. O valor dos PEC	88
5.3. A hora da verdade	89
5.4. Três meias-verdades	90
5.5. Quem ganha com a crise?	91
5.6. Compreender a Alemanha	92
5.7. Olhem para a Alemanha, não para o FMI	94
5.8. Ainda sobre o papel da Alemanha	95
5.9. A crise alargou-se	96
PARTE II: OS ANOS DA TROIKA, 2011 A 2014: FMI E A POLÍTICA ORÇAMENTAL	
6. Portugal aos Olhos do FMI	
6.1. O empréstimo a Portugal e porque é que $3,25\% = 5,5\%$	101
6.2. A troika é uma agiota?	104
6.3. Juros em euros ou em escudos?	105

6.4. Portugal aos olhos do FMI	107
6.5. Duas histórias e o FMI	108
6.6. O FMI e a austeridade	109
6.7. O que pensam os estrangeiros de Portugal?	111
6.8. A lição do FMI	113
7. Gerir o Fardo da Dívida Pública	
7.1. Realidades paralelas	116
7.2. <i>Spreads</i> , CDS e <i>ratings</i>	118
7.3. O valor das agências de <i>rating</i>	119
7.4. A descida da Moody's	120
7.5. A dívida gere-se?	122
7.6. Não pagamos!?	123
7.7. Portugal de volta aos empréstimos	125
7.8. Reestruturar a dívida	126
7.9. Investir a Segurança Social	127
8. Os Orçamentos do Estado	
8.1. A democracia é responsável	130
8.2. O orçamento para 2011	131
8.3. O orçamento para 2012	133
8.4. O orçamento para 2013	134
8.5. Oposição construtiva	135
8.6. Os feitos de Gaspar	137
9. Austeridade	
9.1. A expansão fiscal portuguesa	139
9.2. Cortar a despesa pública não leva a recessão?	140
9.3. A armadilha de liquidez	142
9.4. A taxa de juro e as grandes obras	143
9.5. O monstro continua imparável	144
9.6. Os subsídios voltam? Porquê?	145
9.7. A quadratura do círculo	147
9.8. A curva de Laffer	148
9.9. A austeridade <i>redux</i>	150
9.10. O fim da austeridade	151
10. Impostos	
10.1. A pior decisão económica de Teixeira dos Santos	153
10.2. O governo da TINA	154
10.3. A retroatividade dos impostos	156
10.4. O valor da estabilidade	157

10.5. O IVA da restauração	158
10.6. Mais sobre o IVA na restauração	160
10.7. A minha proposta para o orçamento	161
11. A Desvalorização Fiscal	
11.1. Uma alternativa fiscal para responder à crise	163
11.2. As desvantagens da alternativa fiscal	168
11.3. O último fôlego da desvalorização fiscal	169
11.4. Sinergias	172
11.5. O <i>poll tax</i> do governo Passos Coelho	173

### PARTE III: OS ANOS DA TROIKA, 2011 A 2014: OS AGENTES

12. O Tribunal Constitucional	
12.1. A igualdade de acordo com o Tribunal Constitucional	179
12.2. Taxar o capital?	180
12.3. Confusões em Portugal	182
12.4. A progressividade do orçamento	183
12.5. Devemos muito mais do que há uma semana	185
12.6. A propriedade do Tribunal Constitucional	186
12.7. O futuro do Tribunal Constitucional	187
12.8. O orçamento e as alternativas que o Tribunal permite	189
12.9. Promessas inseguras	190
12.10. As pensões são dívidas do Estado?	192
12.11. É sempre a subir	193
12.12. Respeito pelos tribunais	194
13. O Banco Central Europeu	
13.1. Desafios para o Euro	197
13.2. Os bancos centrais e os banqueiros	198
13.3. A queda do euro	199
13.4. O BCE a emprestar a Portugal	201
13.5. O que pode o BCE fazer por nós?	202
13.6. Os problemas da zona euro	203
14. A União Europeia	
14.1. Os passos seguintes na integração europeia	206
14.2. A novela europeia	210
14.3. Vamos repetir os erros dos anos 30?	211
14.4. O pó mágico, a Bruxa Má e o que conta	213
14.5. Engolir sapos	214

15. A Grécia	
15.1. Apoiar a Grécia?	217
15.2. Vemo-nos gregos	218
15.3. Saída antecipada do euro?	220
15.4. O princípio do fim	221
15.5. E se a Grécia sair do euro?	223
15.6. A saída da Grécia	224
16. Outros Países	
16.1. A Islândia em 2008	226
16.2. A Islândia, Portugal e os agiotas	227
16.3. O colapso da Irlanda	228
16.4. A Irlanda aqui tão perto	230
16.5. O arrojo de Rajoy	231
16.6. Chipre ou o cúmulo da confusão	232
16.7. Chipre visto de Lisboa	234
16.8. Crise no Ocidente, euforia no mundo	235
17. Balanço da Crise da Dívida Soberana	
17.1. A crise das dívidas soberanas europeias de 2009-...	237
17.2. A crise do euro já acabou?	244
17.3. O que correu bem	246
PARTE IV: A RECESSÃO DA COVID-19	
18. O Choque Repentino e a Resposta	
18.1. Virose probabilística	251
18.2. Vírus público e privado	253
18.3. Evitar o desastre económico	255
18.4. A resposta portuguesa à crise	257
18.5. Abrir os cordões à bolsa?	259
18.6. Uma boia de salvação de liquidez	261
18.7. Dinheiro para as empresas: a crédito ou não?	263
18.9. A bolsa ou a vida	265
19. O Fim do Confinamento e a Recuperação Económica	
19.1. A quarentena é voluntária	268
19.2. Transições	270
19.3. A moral da ajuda	272
19.4. Recessão em V ou em U?	275
19.5. Uma retoma em ABC	277
19.6. A fonte dos erros	279

20. Os Bancos Centrais na Crise da Covid-19	
20.1. O <i>Pandemic Emergency Purchase Program</i> do BCE	282
20.2. O BCE na terra de ninguém	284
20.3. O vírus pode dar em tempestade	286
20.4. As <i>swap lines</i> de dólares	289
20.5. O efeito das <i>swap lines</i>	291
21. Títulos de Dívida Europeus	
21.1. O verdadeiro problema europeu	294
21.2. ESBies: um princípio de solução para a crise	295
21.3. A carroça à frente dos bois	297
21.4. Casamento precipitado	298
21.5. <i>Refugee bonds</i>	300
21.6. <i>Corona bonds</i>	302
21.7. Entre Bond(s), prefiro o James	304
21.8. Obrigações europeias	307
21.9. Uma opção completamente europeia	308

## CAPÍTULO 1

### Prelúdio: A Crise do *Subprime* Americano

#### 1.1. Explicando a crise do *subprime*\*

A história por trás da pressão no sector de crédito *subprime* nos EUA é fascinante. Ela pode ser contada em cinco capítulos.

*Capítulo I. A crise dos S&L.* Até aos anos 80, o sector bancário nos EUA era muito regulado e fragmentado. A lei proibia um banco de ter agências em mais do que um estado e havia fortes restrições aos juros pagos nos depósitos à ordem. Isto permitia a sobrevivência de uns pequenos bancos, os Savings and Loans (S&L), de carácter local e sobretudo rural, com depósitos das pessoas da comunidade e empréstimos para habitação.

No início dos anos 80, dois choques puseram as S&L à beira da falência. Primeiro, porque os seus empréstimos eram a longo prazo e a taxas nominais fixas (por exemplo, 5 % a 30 anos), quando a inflação inesperadamente subiu acima dos 10 %, os prejuízos acumularam-se. Segundo, com a desregulamentação do sector bancário, as S&L deixaram de conseguir atrair depósitos, pois não tinham a rede de balcões e serviços dos grandes bancos e não conseguiam competir com os juros que se pagavam nos depósitos. Entraram na bancarrota.

*Capítulo II. A titularização.* Para evitar os distúrbios que estas falências trariam, sobretudo nos meios rurais, o Departamento do Tesouro interveio fechando as S&L e assumindo os seus créditos. Porque o governo não tem vocação para gerir empréstimos, queria vender

\* Publicada a 16 de agosto de 2007.

estes ativos no sistema financeiro, mas era tal o volume (400 mil milhões de dólares) que não achava comprador para tudo.

A solução foi “titularizar” estes ativos. Já existia um mercado em que os bancos combinavam empréstimos em pacotes e os vendiam e compravam a qualquer hora, como qualquer outro título. Por exemplo, imagine que pede um empréstimo para habitação no BCP. Se o BCP já tem muitos empréstimos do mesmo tipo e quer diversificar este risco, vai a este mercado, onde o vende ao BPI. O BCP continua a assumir a gestão do empréstimo e a cobrança da dívida, mas as receitas passam a ir para o BPI, assim como o risco de incumprimento. Ajudado pelo impulso inicial dos ativos S&L, este mercado expandiu-se e tornou-se um sucesso, permitindo aos bancos diversificar as suas carteiras de empréstimos.

*Capítulo III. O mercado subprime.* Esta possibilidade de diversificação do risco permitiu uma expansão do crédito nos anos 90. Tornou-se possível conceder empréstimos a grupos de maior risco. Imagine, por exemplo, um casal jovem e promissor que anda entre empregos e quer comprar a primeira casa, ou uma família de meia-idade que faz uma hipoteca para financiar a montagem de um negócio. Os contratos de empréstimo eram frequentemente do tipo 2/28, com uma taxa baixa nos primeiros 2 anos em que era necessária a liquidez e uma taxa bem maior nos 28 seguintes para compensar o risco.

Estes empréstimos não são tresloucados, mas são com certeza ariscados, pois os jovens podem nunca conseguir emprego, e a empresa pode ir à falência. Por isso, as agências de *rating* deram-lhes no mercado uma classificação abaixo de *A-prime*, daí o nome *subprime*. O mercado cresceu e em 2007 incluía cerca de 10 % dos empréstimos para a habitação nos EUA.

*Capítulo IV. A crise.* Nos últimos dois meses, chegaram más notícias a este mercado. Embora já se esperasse que as taxas de incumprimento fossem altas (5 ou 6 %), elas acabaram por ser maiores do que se esperava (10 ou 15 %). O valor dos títulos caiu, e 2 fundos gigantes de investimento imobiliário do banco Bear Stearns praticamente faliram no final de junho.

Parcialmente em segredo (as carteiras de títulos são confidenciais), muitas instituições financeiras tentaram vender os seus títulos *subprime* para limitar as perdas, levando a uma queda acentuada no seu valor desde meados de julho de 2007. Os bancos tiveram de aumentar as suas reservas a curto prazo para fazer face ao novo risco, indo ao



mercado no qual os bancos centrais fixam a taxa de juro. Isto levou a um rápido aumento da procura no mercado das reservas nos últimos dias, pondo pressão numa subida na taxa de juro. Para manter a taxa fixa no valor de referência, os bancos centrais tiveram de imprimir dinheiro para aumentar a oferta, ou seja “injetar dinheiro”. Porque estas operações são públicas, os investidores receberam a notícia de que os bancos estavam mais expostos ao mercado *subprime* do que se pensava. Logo, o valor das ações dos bancos caiu a pique.

*Capítulo V. O que se segue?* O efeito direto na economia real dos problemas nos empréstimos *subprime* é pequeno. Estamos a falar só de 1 % dos devedores no mercado da habitação americano em incumprimento. Já o efeito nas ações dos bancos é obviamente negativo, porque fizeram um mau negócio no *subprime*, mas não há mal nenhum em os bancos perderem dinheiro de vez em quando como qualquer outra empresa. O verdadeiro perigo é que os bancos estejam ainda em piores sarilhos do que descobrimos no início de agosto de 2007, espoletando uma crise financeira. Assim foi.

E as taxas de juro? Existem dois cenários. Primeiro, se estamos perante apenas uma crise de liquidez temporária porque todos os bancos quiseram aumentar as reservas ao mesmo tempo, então as previsões de subida até ao fim do ano mantêm-se. É esta a previsão atual no mercado Euribor e é consistente com a aceleração da economia europeia em 2008. Segundo, se entretanto surgirem nas próximas semanas indícios de uma crise financeira, então talvez o BCE altere os planos e mantenha os juros baixos. Este é um mau cenário: as crises financeiras têm efeitos imprevisíveis e perigosos. Além disso, porque tendem a subir os prémios de risco cobrados por uma banca em apuros, mesmo com uma taxa de referência do BCE baixa, a taxa ao cliente pode subir.

## 1.2. Crise de liquidez\*

Tendo escrito no texto anterior sobre a crise financeira da perspetiva da macroeconomia, vou agora tentar explicar o que se passa da perspetiva financeira. Infelizmente, em finança é difícil evitar o jar-

\* Publicada a 11 de setembro de 2007.

gão abundante, mas peço a paciência do leitor enquanto tento o meu melhor.

Começemos por definir “crise de liquidez”. A tarefa clássica dos bancos é atrair depósitos e fazer empréstimos, que diferem numa característica fundamental, a duração (ou maturidade). Num depósito à ordem, eu empresto ao banco a curto prazo, podendo levantar o dinheiro a qualquer momento, mas quando o banco me empresta dinheiro para eu comprar casa, só vai receber a 30 anos.

O banco consegue transformar curto em longo prazo aproveitando-se de duas regularidades estatísticas. Primeiro, por cada levantamento, costuma haver um novo depósito. Mesmo que eu deposite 100 euros hoje e os levante amanhã para pagar uns sapatos, o dono da sapataria vai depositar esses 100 euros amanhã no banco, e por sua vez pagar ao fornecedor que os volta a depositar, e por aí adiante. Por isso, embora cada depósito individual seja a curto prazo, a sua sucessão permite um financiamento regular. Segundo, só uma percentagem pequena dos depósitos é levantada cada dia, pelo que basta ao banco guardar em caixa essa percentagem para satisfazer as suas obrigações. O restante pode ser emprestado.

O risco é que estas regularidades falhem. Imagine que circula um rumor de que o banco vai falir. Então, eu vou correr para o balcão para tentar ser o primeiro a levantar o meu depósito enquanto há dinheiro em caixa, e guardo-o fora do sistema bancário. A primeira regularidade falha, pois os euros que saem não voltam a entrar nos bancos. Porque todos pensam o mesmo e correm para o banco para fechar as suas contas, a segunda regularidade também falha. Ocorre uma crise de liquidez e, sem nenhuma intervenção, o banco vai à falência. Os bancos centrais tentam evitar estas crises, emprestando dinheiro aos bancos a curto prazo (“injetando liquidez”) na esperança de que entretanto as pessoas se acalmem.

Viremo-nos agora para a crise recente nos mercados financeiros. Nos últimos 20 anos, tornou-se comum reunir e vender carteiras com muitas hipotecas, conferindo direito ao seu fluxo de pagamentos (MBS para *mortgage-backed securities*). Tornou-se também comum comprar várias MBS ou outros ativos como obrigações e créditos a empresas, rearranjar os seus componentes em diferentes pacotes e revendê-los como novos títulos (CDO ou *collateralized debt obligations*). *Rating agencies* avaliavam (parece que mal) o risco destes pacotes, transacionados num mercado normalmente muito ativo.

Durante julho de 2007, descobriu-se que algumas hipotecas de alto risco estavam a dar prejuízo, pelo que as suas MBS caíram em valor. Algumas empresas neste (pequeno) mercado faliram, mas havia muitos mais investidores com CDO suportados pelas MBS. Muitos, sobretudo *hedge funds*, investiam com dinheiro emprestado, dando CDO como garantia. Porque a garantia desceu de valor, eles tentaram vender os CDO, mas, porque toda a gente os queria vender e quase ninguém os queria comprar, o mercado dos CDO praticamente fechou.

Por sua vez, dentro dos bancos existem fundos (SIV para *structured investment vehicles*) que vendem CDO a curto prazo e investem a longo prazo. Quando o mercado de CDO fechou, correram para a casa-mãe para se refinanciarem. Foi como se milhares de depositantes aparecessem à porta, gerando a crise de liquidez e a intervenção dos bancos centrais que saltou para as notícias. Os principais SIV com problemas eram alemães, pelo que a intervenção do BCE foi enorme, mas é nos EUA que estão muitos dos investidores apoiados em CDO.

O desafio para a Reserva Federal em 2007 era por isso enorme. Por um lado, a macroeconomia sugere uma manutenção das taxas de juro. Por outro lado, os mercados financeiros esperam que as taxas caiam 0,5 % para restabelecer a calma e reativar o mercado dos CDO. Manter as taxas pode levar a falências em catadupa e causar uma crise financeira; descê-las deve aquecer a economia e gerar inflação.

### 1.3. O estado da economia americana no final de 2007\*

Da perspetiva do final de 2007, a probabilidade de uma recessão nos EUA em 2008 era, na minha opinião, cerca de 40 %. São três os eventos que podem levar à recessão, e cada um deles coloca um desafio distinto para a Reserva Federal.

*O mercado imobiliário.* Depois de ter subido cerca de 70 % entre 2000 e 2006, o preço das casas nos EUA baixou 3,4 % em 2007. É difícil prever o que vai acontecer nos próximos 12 meses, mas um ponto de referência é o rácio entre o preço de uma casa à venda e a sua renda no mercado de arrendamento. Para que o rácio entre preço e renda

\* Publicada a 12 de dezembro de 2007.