



## Universidades Lusíada

Coelho, Miguel Alexandre Teixeira, 1970-

### **À espera da próxima crise? : análise à situação dos mercados financeiros**

<http://hdl.handle.net/11067/4336>

<https://doi.org/10.34628/qf96-7r94>

#### **Metadados**

##### **Data de Publicação**

2017

##### **Resumo**

As crises e os fenómenos de “exuberância irracional” nos mercados financeiros não são fenómenos recentes. Com efeito, desde a famosa “Tulipomania”, no século XVII, passando pelas perturbações bancárias do século XIX até à Grande Depressão de 1929, as crises têm surgido como fases de ajustamento violento a grandes tensões que se vão acumulando sobre os mecanismos de funcionamento dos mercados. Partindo deste contexto procura-se com este artigo analisar os antecedentes imediatos da crise financei...

The crises and phenomena of “irrational exuberance” in financial markets are not recent. Indeed, from the famous Tulipomania in the seventeenth century, through the banking disruptions of the nineteenth century to the Great Depression of 1929, crises have emerged as phases of violent adjustment to great tensions that are accumulating on the mechanisms of functioning of the markets. From this context, the article seeks to analyze the immediate antecedents of the financial crisis that began in 20...

##### **Palavras Chave**

Crises financeiras, Mercado financeiro

##### **Tipo**

article

##### **Revisão de Pares**

Não

##### **Coleções**

[ULL-FCEE] LEE, n. 23 (2017)

Esta página foi gerada automaticamente em 2025-05-17T10:03:48Z com informação proveniente do Repositório

# À ESPERA DA PRÓXIMA CRISE? ANÁLISE À SITUAÇÃO ATUAL DOS MERCADOS FINANCEIROS

**Miguel Coelho**

*Professor Auxiliar da Universidade Lusíada*

**Resumo:** As crises e os fenómenos de “exuberância irracional” nos mercados financeiros não são fenómenos recentes. Com efeito, desde a famosa “Tulipomania”, no século XVII, passando pelas perturbações bancárias do século XIX até à Grande Depressão de 1929, as crises têm surgido como fases de ajustamento violento a grandes tensões que se vão acumulando sobre os mecanismos de funcionamento dos mercados.

Partindo deste contexto procura-se com este artigo analisar os antecedentes imediatos da crise financeira iniciada em 2007, bem como as principais etapas dessa mesma crise, procurando-se ainda avaliar se alguns dos fatores que lhe deram origem ressurgiram, na sua forma original ou “mascarados”, potenciando, no curto prazo, uma nova crise de dimensões internacionais.

Os resultados obtidos permitem concluir que o “apetite” dos investidores por ativos financeiros menos convencionais parece ter reassumido contornos de dimensões imprevisíveis, enquanto a volatilidade do mercado acionista, representada pelo índice VIX, têm-se situado nos últimos meses, e tal como na véspera da crise de 2007, em valores mínimos históricos. De igual forma, a relação entre as taxas de juro de curto e longo prazos, traduzida no comportamento recente da curva de rendimentos da dívida pública norte-americana (*i.e.* *Treasuries*), parece antecipar o regresso do “urso” aos mercados financeiros.

**Palavras-chave:** Crise financeira, Mercados financeiros internacionais. JEL: G01, G15.

**Abstract:** The crises and phenomena of “irrational exuberance” in financial markets are not recent. Indeed, from the famous Tulipomania in the seventeenth century, through the banking disruptions of the nineteenth century to the Great Depression of 1929, crises have emerged as phases of violent adjustment to great tensions that are accumulating on the mechanisms of functioning of the markets.

From this context, the article seeks to analyze the immediate antecedents of the financial crisis that began in 2007, as well as the main stages of this crisis, trying to assess if some of the factors that gave rise to it resurfaced, in their original form or “masked”, promoting, in the short term, a new crisis of international dimensions.

The results obtained allow us to conclude that investors’ appetite for less conventional financial assets seems to have reassumed contours of unpredictable

size, while the stock market volatility, represented by the VIX index, has been in recent months, and just as on the eve of the crisis of 2007, in historical minimum values. Similarly, the relationship between short-term and long-term interest rates, reflected in the recent behavior of the US public debt yield curve (*i.e.* Treasuries), seems to anticipate the return of the “bear” to the financial markets.

**Keywords:** Financial crises, International financial markets. JEL: G01, G15

## 1. Introdução

A primeira década do Século XXI foi caracterizada, não só por uma acelerada expansão nos mercados financeiros internacionais, mas também por forte instabilidade dos mesmos, marcando as dinâmicas do processo de integração da economia global

Com efeito, numa década em que os fluxos internacionais de capitais mais do que duplicaram, em que as transações em derivados atingiram níveis nunca antes observados e em que os produtos financeiros apresentaram níveis de complexidade cada vez maiores, assistiu-se, sucessivamente, ao rebentamento da “bolha do Nasdaq” (2000-2001), à “crise do *subprime*” (2007-2008) e à crise das dívidas soberanas (2010-2011).

Um ano após o início da denominada “crise do *subprime*”, os problemas então surgidos, de aparência meramente financeira, acabaram por contaminar a economia real. A possibilidade de transmissão era evidente para todos aqueles que acompanharam o desenvolvimento dos mercados financeiros nos últimos anos e que, entretanto, perceberam que o móbil desta crise tinha funcionado como motor de recurso na fase de crescimento do ciclo económico iniciado em 2003.

Na realidade, a fase de crescimento que a recente crise veio interromper só foi possível graças à grande facilidade com que os agentes económicos – Estado, empresas e famílias – conseguiram obter financiamento, a qual terá resultado, por um lado, da capacidade incontida dos bancos em transferirem parte significativa dos riscos assumidos e, por outro, à cumplicidade das entidades de notação de *rating*.

Com efeito, o sistema financeiro mundial assim alicerçado na inovação financeira, bem como num modelo de supervisão e regulamentação em fase de transição (Basileia I para Basileia II) e fortemente tributário das análises oligopolistas das três grandes agências de *rating* mundiais – S&P, Moodys, Fitch –, assentava, em último recurso, na confiança dos investidores.

Foi precisamente essa confiança que, desde há algum tempo, vinha sendo episodicamente agredida e que, dramaticamente, se volatilizou em 15 de setembro de 2008, com a falência do Lehman Brothers.

De um momento para o outro, os novos produtos financeiros descobertos pelas mais prestigiadas instituições financeiras internacionais, aparentes detentoras do melhor “*know-how*”, deixam de se comportar como os modelos

estatísticos previam. Por sua vez, os ainda embrionários mecanismos de controlo interno de risco propostos por Basileia II não conseguiram evitar o colapso de algumas instituições financeiras, enquanto as contradições das agências de *rating* se manifestaram de uma forma flagrante, com o *downgrade* de milhares de produtos financeiros, até então considerados tão seguros como a dívida da República Alemã.

Numa tentativa de evitar o colapso do sistema financeiro internacional, os principais bancos centrais iniciam um conjunto de intervenções, as quais se consubstanciaram, num primeiro momento, na redução das taxas diretoras e, num segundo momento, na utilização de medidas menos convencionais (*i.e. quantitative easing*) traduzida na compra direta de ativos financeiros à banca comercial ou a outras instituições financeiras.

Paralelamente, alguns governos tiveram de promover um processo de recapitalização de alguns bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras, que terminaram, em algumas situações, com a nacionalização dos mesmos.

Estas intervenções, associadas ao abrandamento significativo da atividade económica, conduziram a um aumento notável dos défices, com impacto direto na dívida e, conseqüentemente, na necessidade de reforço do financiamento junto dos mercados internacionais que, mais avessos ao risco, passaram a exigir remunerações claramente acima das observadas antes da crise.

Perante a dificuldade, e em alguns casos impossibilidade, de recorrerem aos mecanismos tradicionais de financiamento, alguns países europeus tiveram de pedir ajuda externa internacional (Grécia e Irlanda em 2010 e Portugal em 2011), a qual se materializou com a intervenção da denominada *Troika* (*i.e.* Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional).

A adoção de programas de resgate bastante severos teve resultados diferenciados nas diversas economias com conseqüente efeito diferenciado sobre os mercados financeiros. Com efeito, enquanto a Irlanda registou uma recuperação relativamente rápida e acentuada, tendo conseguido uma “saída limpa” em finais de 2013, em Portugal a “saída limpa” realizada em Maio de 2014 resultou de uma consolidação “nominal” das contas públicas, “alavancada” num contexto internacional de redução significativa de aversão ao risco. Por outro lado, o plano de resgate desenhado para a Grécia não foi bem-sucedido, uma vez que não só não evitou um processo de reestruturação profunda da dívida, que penalizou fortemente os agentes privados, como também conduziu ao agravamento da situação económica do país, transformando um problema económico-financeiro num problema humanitário, que culminou, em janeiro de 2015, com a primeira vitória de um partido de extrema-esquerda (*i.e.* Syriza) no quadro da zona euro.

Mais recentemente, estabilizada a situação do sistema financeiros internacional e com a generalidade das principais economias europeias e mundiais com crescimentos económicos próximos dos observados antes da crise de 2007, constata-se que alguns dos fatores que lhe deram origem ressurgiram, na sua forma original ou “mascarados”.

Na realidade, o “apetite” dos investidores por ativos financeiros menos convencionais parece ter reassumido contornos de dimensões imprevisíveis, enquanto a volatilidade do mercado acionista, representada pelo índice VIX, tem-se situado nos últimos meses, e tal como na véspera da crise de 2007, em valores mínimos históricos. De igual forma, a relação entre as taxas de juro de curto e longo prazos, traduzida no comportamento recente da curva de rendimentos da dívida pública norte-americana (*i.e. Treasuries*), parece antecipar o regresso do “urso” aos mercados financeiros.

## 2. Antecedentes da crise financeira de 2007

As crises e as situações de “exuberância irracional” nos mercados financeiros não são fenómenos raros e ultrapassados. Com efeito, desde a famosa “Tulipomania”<sup>1</sup> no século XVII, passando pela crises bancárias do século XIX até à Grande Depressão de 1929, as crises têm surgido como fases de ajustamento violento a grandes tensões que se vão acumulando sobre os mecanismos de funcionamento dos mercados, provocadas por comportamentos mais emotivos por parte de alguns agentes que acabam por ter um efeito catalítico sobre os restantes, em imprevisíveis comportamentos de massas.

Sobre a História que nós próprios como protagonistas estamos a escrever neste domínio, olhemos para aquilo que mais recentemente marcou o processo em que emergiu a crise que ainda vivemos. De entre os elementos premonitórios dever-se-á salientar a denominada “*savings and loan crisis*” (*S&L crisis*) que ocorreu nos EUA durante a década de 80 e 90, quando as Associações de Poupança e Empréstimos Hipotecários, que surgiram em todo os Estados Unidos (*Federal Home Loan Bank Act /1932*) para responder à necessidade de empréstimos hipotecários a baixo custo, enfrentaram um processo de falência de grande amplitude.

---

<sup>1</sup> Em 1636, tulipas eram vendidas nas bolsas de valores de numerosas cidades holandesas. O comércio das flores era encorajado por todos os membros da sociedade; muitas pessoas vendiam ou aplicavam as suas poupanças no intuito de especular no mercado de tulipas. Alguns especuladores tiveram um elevado lucro, enquanto outros perderam tudo ou quase tudo o que tinham. Negociantes passaram a vender bolbos das tulipas que tinham acabado de plantar ou que ainda tencionavam plantar (os chamados contratos futuros de tulipa) - apesar de uma lei de 1610 ter proibido esse tipo de negócio. O fenómeno foi chamado *windhandel* (“negócio de vento”) e ganhou espaço sobretudo em tabernas de cidades pequenas, onde se usava uma espécie de lousa para indicar as ofertas de preço. Em fevereiro de 1637, os comerciantes de tulipas já não conseguiam inflacionar os preços de seus bulbos e então começaram a vendê-los. Foi o colapso da “Tulipomania”.

É, com efeito, neste quadro de perturbação no sistema bancário norte-americano que surge, em Julho de 1988, o Acordo de Basileia – Basileia I –, no qual foram definidos critérios de mensuração do risco de crédito e estabelecidas exigências de capital mínimo para suportar estes riscos.

Contudo, o reforço do enquadramento regulamentar da atividade bancária, consubstanciado no Acordo de Basileia I, não permitiu evitar perturbações adicionais no sistema bancário global.

Com efeito, o Barings Bank, o banco de investimento mais antigo de Londres (1762), entrou em colapso em 1995 em consequência da atuação especulativa em torno de contratos de futuro, protagonizada por Nick Leeson, a partir do escritório de Singapura do banco. Os erros de gestão e de controlo interno, designadamente pelo não estabelecimento da função *middle office* (i.e. gestão de risco) nos escritórios de Singapura, permitiram a Nick Leeson controlar o *front-office* e o *back-office*, assegurando a consumação e ocultação prolongada da fraude.

No sentido de controlar o risco de mercado emergente de operações como as realizadas por Nick Leeson, surge em 1996 a primeira emenda ao acordo de Basileia I, a qual se consubstancia na introdução de requisitos mínimos de capital para risco de mercado, e que terá permitido reforçar a solidez das instituições bancárias em cenários de turbulência de mercado como os que se seguiram – Tabela 1.

**Tabela 1 – Crises Financeiras (1997 – 2000)**

Ano	Descrição
1997	No verão de 1997 inicia-se uma crise financeira que atingiu grande parte da Ásia – crise monetária do sudeste asiático –, e que gerou o temor de uma crise à escala mundial provocada por contágio financeiro. <sup>1</sup>
1998	Em 1998, consequência do abrandamento da atividade económica mundial provocada pela referida crise asiática, com efeitos na oferta de crédito internacional e nos preços das <i>commodities</i> (agrícolas, minerais e energéticas), a situação económica da Rússia deteriorou-se significativamente. Sem conseguir novos empréstimos para pagar as dívidas com vencimento de curtíssimo prazo, que ultrapassavam os 40.000 milhões de USD, nem as de curto prazo, que chegavam a 80.000 milhões de USD (até o fim de 1999), a Rússia decretou uma moratória da sua dívida externa e simultaneamente desvalorizou a sua moeda, o rublo – crise russa.
2000	Após um período, iniciado em 1995, de forte criação de novas empresas baseadas na Internet (i.e. Dot Com), as quais registaram fortes valorizações nos mercados acionistas, observou-se a partir de 10 de Março de 2000 (índice Nasdaq chegou aos 5.132 pontos) uma queda acentuada na cotação destes títulos, a qual se alastrou aos restantes segmentos dos mercados acionistas.

Fonte: Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), Mercados – São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?, Bnomics.

Estes eventos financeiros, associados a duas grandes falências – Enron e Worldcom –, que marcaram a entrada no novo século e que levantaram um

conjunto de questões acerca da independência dos auditores e dos analistas financeiros, terão levado a que, em Junho de 2004, o Comité de Basileia tenha proposto um enfoque mais abrangente no que respeita ao enquadramento regulamentar da atividade bancária.<sup>2</sup>

Apesar do forte impulso reformista observado, no início da primeira década deste século, ao nível do enquadramento regulamentar da atividade bancária e seguradora, o certo é que se registaram, em paralelo, um conjunto de acontecimentos que vieram colocar em causa grande parte dos pressupostos em que assentavam as referidas reformas.

Com efeito, após o rebentamento da “bolha tecnológica” do Nasdaq em 2000 e os atentados às torres gémeas em 2001, assistiu-se a um conjunto de acontecimentos políticos, económicos e financeiros que mudaram radicalmente a forma como os diferentes intervenientes no mercado financeiro passaram a desenvolver a sua atividade com conseqüente impacto na perceção e assunção de riscos - Tabela 2.

**Tabela 2 – Principais Determinantes da Crise Financeira de 2007**

Determinantes	Descrição
Políticas Monetárias	Adoção de políticas monetárias acomodáticas por parte dos principais bancos centrais, com efeitos significativos ao nível das taxas de juro.
Transferência de Risco	Excessiva transferência do risco de crédito das instituições financeiras originadoras de crédito para outras instituições gestoras das poupanças dos pequenos aforradores ( <i>i.e.</i> seguradoras, fundos de pensões e fundos de investimento) através de mecanismos de titularização.
Conflitos de Interesse	Existência de conflitos de interesse das agências de rating cujas receitas passaram a depender excessivamente de atividades menos tradicionais, nomeadamente as resultantes da atribuição de notação a produtos financeiros emitidos pelas instituições financeiras.
Produtos Complexos	Desenvolvimento de produtos complexos, assentes, nomeadamente, no risco de crédito ( <i>i.e.</i> SIV's, CD0's, MBS's, etc.) aos quais foram atribuídos notações de rating, por parte das agências internacionais, claramente acima dos fundamentais.
Alavancagem da Atividade Bancária	Alavancagem da atividade dos bancos para níveis históricos máximos, aproveitando, por um lado, um quadro regulamentar favorável que permitiu reduzir as necessidades de capital ( <i>i.e.</i> Basileia II) e por, outro, o excesso de liquidez existente no mercado financeiro internacional.
Desregulação dos Mercados	Excessiva desregulamentação das atividades nos mercados financeiros, com conseqüente efeito na adoção de melhores práticas por parte dos agentes, impulsionada pelos principais governos que beneficiaram politicamente com a expansão do crédito e conseqüente melhoria no nível de vida das populações (ainda que pouco sustentada).

<sup>2</sup> Para as seguradoras, a Solvência II está na mesma linha do Acordo de Basileia II para o sector bancário na definição do quadro de adequação de capital.

---

Canais de Transmissão do Sistema Bancário	Diluição das diferenças entre a atividade da banca de investimento e da banca comercial, reforçando os canais de transmissão entre estas duas áreas de atividade e em contraciclo com a experiência vivida durante a grande crise de 1929.
Corrupção e Fraude	Aumento das situações de corrupção e fraude nos mercados financeiros, impulsionadas pela forte concorrência entre os principais agentes do mercado e a necessidade destes assegurarem, sistematicamente, retornos positivos (anormais) aos investidores.

---

Fonte: Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), Mercados – São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?, Bnomics.

É assim, num quadro de “euforia” generalizada, que a economia mundial “caminha” para a maior crise económico-financeira desde 1929.

### 3. A crise financeira de 2007

A crise financeira internacional iniciada em 2007 teve diversas fases as quais podem ser divididas em função dos seus principais intervenientes e agentes afetados.

#### 3.1 A crise subprime (2007-2008)

A crise financeira iniciada em 2007 teve como causa mais próxima a deterioração abrupta e acentuada observada no denominado mercado de crédito *subprime*<sup>3</sup> nos EUA.

Na realidade, o financiamento para compra de habitação por parte das famílias mais desfavorecidas, que teve origem na administração de Bill Clinton<sup>4</sup>, expandiu-se fortemente durante o início do novo século, resultado de dois fenómenos que se conjugaram. Por um lado, a evolução positiva e continuada do preço dos imóveis permitia aos bancos a recuperação do valor do crédito em caso de incumprimento dos mutuários (através da venda dos imóveis dados como garantia), facto que conduziu ao relaxamento das práticas de análise do risco de crédito.<sup>5</sup> Por outro lado, a possibilidade, quase ilimitada, dos bancos em

---

<sup>3</sup> Também denominado de crédito NINJA, na medida em que era concedido a mutuários com as seguintes características: No Income, No Job and No Assets.

<sup>4</sup> No final da década de 90, a Administração Clinton procurando dar resposta às crescentes necessidades de habitação própria das famílias de menores recursos, nomeadamente famílias negras e hispânicas, pressionou a Fannie Mae no sentido de reduzir as exigências ao nível da qualidade dos créditos que adquiria a outros bancos ou credores. Esse projecto-piloto, que envolvia 24 bancos em 15 áreas metropolitanas distintas, procurava incentivar esses bancos a estenderem os empréstimos hipotecários a indivíduos com qualidade creditícia abaixo dos níveis mínimos impostos para um crédito convencional.

<sup>5</sup> Para alguns autores, a adoção de critério menos exigentes ao nível da concessão de crédito corresponde a resquícios da crise do Saving and Loans.

transferir os créditos hipotecários para veículos de investimento (*Special Purpose Vehicles*) os quais, através do denominado processo de titularização, entravam no balanço das diversas entidades financeiras mundiais, permitiu a esses bancos assegurar a elevada procura de crédito sem necessidade de reforço de capitais.

A queda do preço dos imóveis, associada à incapacidade dos mutuários em cumprir as suas obrigações (resultado da subida das taxas de juro e/ou das fracas condições financeiras dos próprios mutuários), conduziu a perdas para os veículos de investimento que impactaram no valor de mercado dos títulos por eles emitidos (*i.e. Asset Backed Securities*).

Esta primeira fase da crise financeira teve, designadamente em Portugal e noutros países da União Europeia, um impacto nos balanços dos bancos, em particular na banca de investimento, a dois níveis. Por um lado, ao nível do ativo, observou-se uma deterioração clara do valor de alguns dos ativos mais expostos ao risco de crédito, em particular no que respeita ao denominado “crédito estruturado”. Essa desvalorização obrigou à venda maciça de alguns dos ativos mais líquidos (*i.e. obrigações de taxa variável*) e ao *write-off* dos menos líquidos, com consequente efeito depressivo sobre os preços. Ao nível do passivo, os bancos defrontaram-se com dois cenários. Por um lado, o recurso a instrumentos de crédito estruturado, que permitiu captar *funding* a custos reduzidos durante alguns anos, deixou simplesmente de ser possível. Por outro lado, o financiamento através do mercado tradicional de dívida sénior e das *covered bonds* só foi possível com um acréscimo significativo no prémio de risco a pagar pelos emitentes - Tabela 3.

**Tabela 3 – Fase I: A Crise do Subprime**

	Descrição
Macro	Adoção de políticas monetárias acomodáticas com a redução das taxas de juro de referência e o incremento das operações de financiamento à banca comercial.
	Venda/ <i>write-off</i> de alguns ativos “tóxicos” estruturados existentes nas carteiras dos bancos, seguradoras e veículos de investimento.
	Redução significativa do negócio relacionado com banca de investimento, em particular no que se refere à criação e colocação de produtos financeiros complexos; montagem de operações de financiamento internacional; e operações de fusões e aquisições.
Micro	Minimização do recurso aos instrumentos tradicionais de <i>funding</i> ( <i>i.e. obrigações de dívida sénior e covered bonds</i> ).
	Reforço do recurso a operações de financiamento junto dos bancos centrais e adoção de uma política mais agressiva de captação de recursos junto dos clientes de retalho (penalizando as políticas de <i>cross-selling</i> de fundos de investimento de entidades dos grupos).
	Redução dos rácios de capital ( <i>tier 1 e tier 2</i> ) e consequente necessidade de reforço dos fundos próprios, quer através da emissão de novas ações, quer através da emissão de dívida subordinada (feita com prémios de risco elevadíssimos).

Fonte: Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), Mercados – São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?, Bnomics.

### 3.2 O sistema financeiro em risco (2008-2009)

Esta fase teve como elemento catalisador a falência da *Lehman Brothers* (15 de Setembro de 2008) e do sistema bancário Islandês e caracterizou-se pelo encerramento quase completo dos mercados interbancários e de capitais para a captação de recursos de médio e longo prazos, o que obrigou as instituições financeiras a recorrerem a financiamentos de muito curto prazo, quase exclusivamente junto dos bancos centrais. Daqui resultou um agravamento dos *gaps* de liquidez que obrigaram, em muitos casos, à alienação compulsiva dos ativos mais líquidos, com consequente efeito sobre os preços desses mesmos ativos. Este movimento de estrangulamento no financiamento de médio e longo prazos dos bancos, conduziu ao colapso de algumas instituições financeiras, bem como a um alargamento acentuado dos *spreads* de crédito e à queda abrupta nos mercados acionistas.

Esta segunda fase da crise não afetou apenas os grandes bancos de investimento internacionais, mas também os pequenos e médios bancos de retalho - Tabela 4.

**Tabela 4 – Fase II: O Sistema Financeiro em Risco**

	Descrição
Macro	Reforço de políticas monetárias acomodáticas com a redução das taxas de juro de referência e o incremento das operações de financiamento à banca comercial.
	Perante o colapso eminente dos mercados (novembro de 2008) as autoridades públicas intervêm de uma forma significativa e concertada. <sup>2</sup>
	Venda forçada de ativos não estruturados ( <i>i.e.</i> dívida sénior; dívida subordinada e ações) existentes nas carteiras dos bancos, seguradoras e veículos de investimento.
Micro	Paralisação total do negócio relacionado com banca de investimento, em particular no que se refere à criação e colocação de produtos financeiros complexos; montagem de operações de financiamento internacional; e operações de fusões e aquisições.
	Encerramento dos mercados de capitais em qualquer dos segmentos ( <i>i.e.</i> Obrigações de dívida sénior e covered bonds).
	Financiamento das instituições bancárias com recurso exclusivo aos bancos centrais e a operações de mercado monetário interbancário overnight.
	Adoção de uma política extremamente agressiva de captação de recursos junto dos clientes de retalho (congelamento das políticas de cross-selling de fundos de investimento de entidades dos grupos).
	Redução dos rácios de capital regulamentar (tier 1 e tier 2) para valores abaixo dos mínimos exigidos e intervenção direta dos diversos governos nacionais no reforço dos fundos próprios dessas instituições, levando mesmo à nacionalização das instituições financeiramente mais fragilizadas.
	Adoção por parte da generalidade dos bancos de retalho de políticas de restrição à concessão de crédito.

Fonte: Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), Mercados - São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?, Bnomics.

### 3.3 A queda dos soberanos (2010-2011)

A terceira fase da crise financeira iniciou-se com o pedido de resgate internacional da Grécia (Abril de 2010), Irlanda (Novembro de 2010) e Portugal (Abril de 2011), resultado da incapacidade destes países em se financiarem em condições razoáveis no mercado internacional.

A incapacidade destas três economias acederem aos mercados financeiros tem razões diversas, salientando-se, no caso grego, a revelação pública de processos de desorçamentação (que incluíam a manipulação das contas públicas através da utilização de instrumentos derivados para iludir o cumprimento de requisitos de adesão à moeda única). O caso português, resultou essencialmente da deterioração significativa das contas públicas, também num quadro de excessivo endividamento do sector público e dos restantes agentes nacionais. O caso irlandês foi marcado pelo acréscimo abrupto das necessidades de financiamento do Estado, resultante da necessidade de intervenção estatal no sistema financeiro doméstico, em situação de colapso, provocado pela excessiva alavancagem e pela exposição significativa a produtos de crédito estruturado “tóxicos”, bem como, a um mercado imobiliário interno sobrevalorizado.

Decorrente dos contextos referidos, registou-se, com intensidade particular nestas economias, uma redução significativa da capacidade de concessão de crédito por parte do sistema financeiro, circunstância que agravou ainda mais a situação económica destes países, cujas taxas de desemprego atingidas são talvez o melhor indicador dessa abrupta deterioração.

Os principais fatores justificativos para esta redução significativa da capacidade de concessão de crédito podem ser sintetizados no seguinte. Em primeiro lugar, e resultado da deterioração inevitável da atividade económica, a qualidade dos ativos dos bancos (*i.e.* crédito ao investimento, crédito à habitação, crédito ao consumo) começou a apresentar sinais evidentes de deterioração, fazendo aumentar o provisionamento, com conseqüente efeito ao nível dos resultados dos bancos e das respetivas necessidades de capital. Em segundo lugar, e apesar das “garantias” prestadas pelos Estados ao sistema bancário para que este se pudesse financiar nos mercados a níveis mais competitivos, a capacidade de endividamento das instituições financeiras nos mercados internacionais diminuiu significativamente face aos valores observados antes do início da crise. Em terceiro lugar, a imposição de requisitos mínimos de capital mais exigentes num contexto de reduzido interesse dos investidores por instrumentos de capital. Por fim, destaca-se ainda a imposição, por parte das autoridades de supervisão, de limites máximos ao rácio de transformação de depósitos em crédito.

Esta fase, caracterizada pela “contaminação” da economia real, terá o seu auge entre finais de 2009 e meados de 2010, altura em que se observou uma retração profunda na atividade económica, com a taxa de desemprego a subir para os dois

dígitos, em resultado da falência de um número muito significativo de empresas (taxas de *default* de empresas de *investment grade* na ordem dos 10%) - Tabela 5.

**Tabela 5 – Fase III: A Queda dos Soberanos**

	Descrição
Macro	Abrandamento acentuado da atividade económica, com consequente aumento do desemprego e redução no rendimento disponível das famílias.
	Manutenção da política monetária acomodatória com níveis de taxas de referência próximas de zero.
Micro	Deterioração na qualidade dos ativos não financeiros ( <i>i.e.</i> crédito ao investimento, construção e consumo) e aumento dos níveis de provisionamento por via do incumprimento.
	Abertura dos mercados de capitais para a captação de recursos de médio prazo ( <i>i.e.</i> obrigações de dívida sénior e covered bonds), com níveis de spread muito acima dos observados no passado. Para algumas instituições, o custo dos novos recursos de longo prazo situava-se acima do benefício obtido com a generalidade dos créditos já existentes em balanço ( <i>i.e.</i> crédito habitação), gerando margens de intermediação negativas.
	Redução significativa do volume de novo crédito concedido pelas instituições financeiras, conduzindo a um aumento das dificuldades das empresas e das famílias com efeito negativo ao nível do crescimento económico.
	Erosão dos rácios de capital (tier 1 e tier 2), com necessidade de intervenção direta dos diversos governos nacionais no reforço dos fundos próprios dessas instituições ( <i>i.e.</i> nacionalizações). Em paralelo, observou-se um movimento de aquisições e fusões ao nível da banca de retalho.

Fonte: Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), Mercados – São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?, Bnomics.

### 3.4 Os primeiros sinais de estabilização (2012-2015)

O ano de 2012 é marcado pelos primeiros sinais de alguma estabilização nos mercados financeiros internacionais, em particular a partir do segundo semestre, resultado da adoção de um programa de apoio para a banca espanhola, da entrada em funcionamento do Mecanismo de Estabilização Financeira, da redução em 25 pontos base por parte do BCE da taxa de juro para as operações principais de refinanciamento para os 0,75% (taxa de remuneração da facilidade de depósito, para 0%, e ainda a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez, para 1,5%), bem como dos compromissos assumidos pelo BCE de tudo fazer para preservar o Euro.<sup>6</sup>

Neste contexto, o mercado acionista registou uma evolução positiva, traduzida no facto do índice acionista *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) ter encerrado o ano com variações positivas, quer a nível mundial, quer a nível regional.

<sup>6</sup> Tendo sido inclusive criado o programa *Outright Monetary Transactions* (OMT).

Por outro lado, as taxas de juro interbancárias de curto prazo (três meses) mantiveram uma tendência de redução, mais acentuada no caso dos empréstimos em euros, enquanto as taxas internas de rentabilidade da dívida pública das principais economias mundiais mantiveram a trajetória de redução, com particular incidência na área do Euro, em consequência de alguma estabilização da crise das dívidas soberanas.

A estabilização nos mercados financeiros foi consolidada em 2013, ano em que se registaram, novamente, subidas de cotações na generalidade dos mercados acionistas. O índice global MSCI valorizou-se cerca de 18,8% (em euros), ainda que de forma não homogéneas nas várias regiões do globo (Os índices dos mercados ocidentais mantiveram a tendência de valorização enquanto os mercados emergentes sul-americanos e asiáticos apresentam perdas), situação esta consistente com a hipótese de redirecionamento de capitais para os mercados ocidentais.

Este comportamento globalmente favorável do mercado acionista terá resultado de uma melhoria das expectativas dos investidores, conforme se depreende, quer da redução geral da volatilidade para a generalidade dos horizontes temporais considerados, quer do facto das volatilidades para horizontes temporais mais dilatados apresentarem valores superiores aos observados para prazos mais curtos, tal como registado antes da crise financeira.

De igual forma, ao nível dos *credit default swaps* (CDS), registou-se em 2013 uma redução significativa dos prémios para a generalidade dos países, incluindo os mais seguros (Alemanha, Áustria, etc.), ainda que no caso dos países mais periféricos da zona euro os valores a pagar por proteção contra risco de crédito se mantivessem ainda acima dos 200 pontos base.

O ano de 2014 foi caracterizado por movimentos nos mercados financeiros que importa salientar. Por um lado, ao nível do mercado acionista registaram-se máximos históricos em alguns dos principais índices, destacando-se neste contexto a evolução do *Dow Jones*. Uma das exceções a este comportamento terá ocorrido no mercado português que, influenciado por eventos externos (*i.e.* falência do BES e crise na PT), fechou o ano de 2014 com uma perda de cerca de 25%, situando-se em valores abaixo dos observados em 2009.

No que respeita ao mercado obrigacionista, a trajetória de redução dos *spreads* de crédito, quer na dívida privada, quer na dívida pública, foi evidente. A título de exemplo, a taxa de juro a 2 anos (10 anos) da dívida pública alemã caiu de 0,12% (1,65%) em janeiro de 2014 para cerca de -0,038% (0,785%) em novembro de 2014. De igual forma, os juros da dívida pública portuguesa atingiram mínimos históricos no final de 2014, com a taxa a 5 anos (10 anos) a cair para 1,5% (2,5%), face aos valores de 4,8% (5,9%) registados em novembro de 2013.

Refira-se que o comportamento favorável no mercado de dívida, em particular na Europa, esteve associado i) à redução significativa do risco de

“falência” de alguns dos países “periféricos” alvo de ajuda internacional (*i.e.* Irlanda, Portugal e Espanha); ii) a uma política monetária acomodatória por parte do BCE; e iii) aos avanços no âmbito da concretização da União Bancária, uma vez que os fundamentais macroeconómicos para o conjunto da União Europeia apresentaram uma evolução incipiente traduzida, nomeadamente, num crescimento modesto do PIB em 2014 e na manutenção da taxa de desemprego em valores acima dos 10%.

#### 4. Situação atual dos mercados financeiros

O final do ano de 2017 fica marcado por uma situação nos mercados financeiros sem precedentes nos últimos anos. Na realidade, as taxas de juro atingiram valores historicamente baixos, os índices acionistas ultrapassam sucessivos máximos históricos num quadro de volatilidade muito baixa e os prémios de risco, quer da dívida privada, quer da dívida pública, convergem velozmente para valores mínimos.

É neste contexto, que alguns investidores questionam a sustentabilidade deste fenómeno, perspetivando a curto prazo uma inevitável turbulência, eventualmente mais rápida e intensa do que a crise anterior. Serão, no entanto, estes receios justificados?

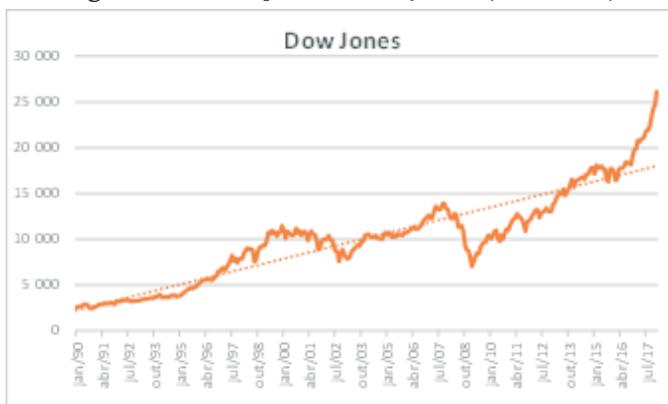
A resposta a esta questão não é simples nem conclusiva. Na realidade, sendo certo que ao longo dos últimos dez anos foram tomadas diversas medidas que visaram, por um lado, estabilizar os mercados financeiros e, por outro, reforçar a robustez do sistema financeiro em geral e do sistema bancário e segurador em particular, também é verdade que outros fatores de risco (ou alguns dos antigos mas com outras “roupagens”) parecem emergir “corroendo” de forma “silenciosa” o período de alguma estabilidade em que vivemos.

De entre estes fatores destaca-se os impactos assimétricos que uma eventual descida/subida acentuada dos preços do petróleo poderão ter em algumas das grandes economias; ii) as fragilidades do mercado de trabalho e o reduzido crescimento potencial na Europa; iii) os riscos de bolha imobiliária na China e o eventual *credit crunch*; iv) bem como o potencial impacto negativo que as regras de Basileia III/Solvência II colocam à existência de um mercado concorrencial bem como aos investimentos de longo prazo.

De igual forma, reforçam-se os sinais de uma reduzida perceção dos agentes económicos face ao risco de crédito (*i.e.* República do México colocou recentemente a sua primeira emissão de dívida a 100 anos denominada em euros e na Europa os custos de financiamento continuam a ser negativos para algumas das economias), bem como ao risco de mercado. Refira-se a este propósito que o índice *Dow Jones* registou uma valorização de cerca de 58,1% nos últimos 2 anos, tendo triplicado de

valor desde 2008 e situando-se, tal como nas vésperas da crise de 2000 e 2007 em valores claramente acima da trajetória de longo prazo - Figura 1.

**Figura 1 - Evolução do Dow Jones (1990-2018)**

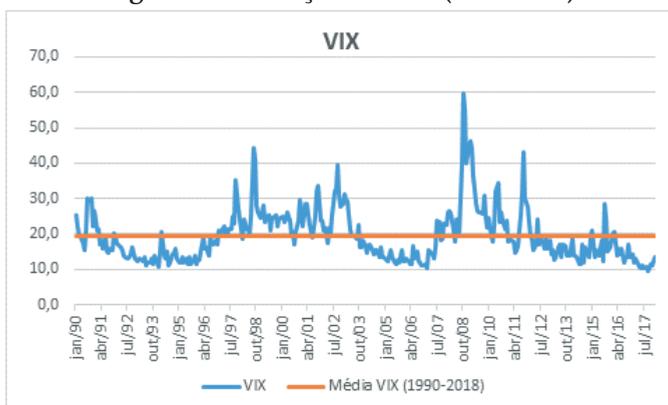


Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Por outro lado, o “apetite” dos investidores por ativos financeiros menos convencionais parece ter assumido contornos de dimensões imprevisíveis (*i.e.* entre 17 de novembro e 16 de dezembro de 2017 a *Bitcoin* valorizou 153%, tendo desvalorizado 66,9% desde essa última data até 6 de fevereiro de 2018).

Talvez não menos relevante, importa também analisar com algum detalhe o comportamento de duas variáveis financeiras. Por um lado, a volatilidade do mercado acionista, representada pelo índice VIX, tem-se situado nos últimos meses, e tal como na véspera da crise de 2007, em valores mínimos históricos - Figura 2.

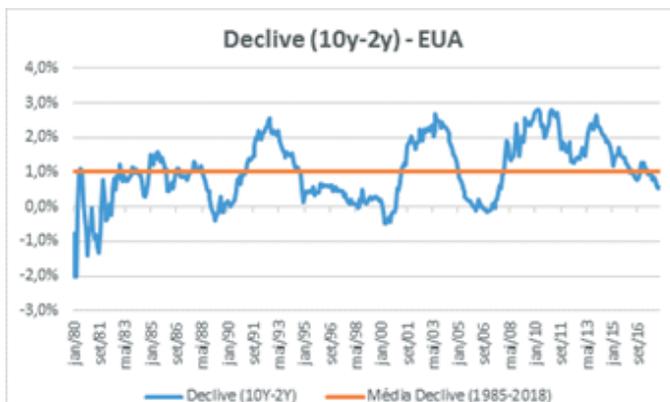
**Figura 2 - Evolução do VIX (1990-2018)**



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Por outro lado, a relação entre as taxas de juro de curto e longo prazos, traduzida no comportamento recente da curva de rendimentos da dívida pública norte-americana (*i.e.* *Treasuries*), parece antecipar o regresso do “urso” aos mercados financeiros - Figura 3.

**Figura 3 – Evolução do Declive da Curva de Rendimentos dos EUA (1990-2018)**



Fonte: Bloomberg e cálculos próprios.

Na realidade, todas as grandes crises económicas foram precedidas por um declive da curva de rendimentos (diferencial entre as taxas de juro a 10 anos e as taxas de juro a 2 anos) próximo de zero ou negativo (*i.e.* taxa a 2 anos maior do que taxa a 10 anos).

## 5. Conclusões

As crises e as situações de “exuberância irracional” nos mercados financeiros não são fenómenos raros e ultrapassados. Com efeito, desde a famosa “Tulipomania”, no século XVII, passando pelas perturbações bancárias do século XIX até à Grande Depressão de 1929, as crises têm surgido como fases de ajustamento violento a grandes tensões que se vão acumulando sobre os mecanismos de funcionamento dos mercados, provocadas por comportamentos mais emotivos por parte de alguns agentes que acabam por ter um efeito catalítico sobre os restantes, em imprevisíveis comportamentos de massa.

Como elementos premonitórios da crise iniciada em 2007 dever-se-á salientar a adoção de políticas monetárias acomodatórias por parte dos principais bancos centrais, com efeitos significativos ao nível das taxas de juro e, conseqüentemente, sobre a liquidez nos mercados financeiros internacionais e sobre os preços dos

ativos reais e financeiros (*i.e.* bolha no mercado imobiliário e mercado financeiro).

De igual forma, destaca-se o papel desempenhado pelos produtos financeiros complexos, assentes, nomeadamente, no risco de crédito (*i.e.* SIV's, CD0's, MBS's, etc.) aos quais foram atribuídas notações de *rating* claramente acima dos fundamentais e que permitiram uma excessiva transferência do risco de crédito das instituições financeiras originadoras de crédito para as instituições gestoras das poupanças dos pequenos aforradores.

Por fim, a excessiva desregulamentação das atividades nos mercados financeiros, associada a uma alavancagem da atividade dos bancos para níveis históricos máximos num quadro de diluição das diferenças entre a atividade da banca de investimento e da banca comercial, que reforçaram os canais de transmissão entre estas duas áreas de atividade com consequências severas na atividade económica mundial.

Sendo certo que ao longo destes dez anos foram tomadas diversas medidas que visaram, por uma lado, estabilizar os mercados financeiros e, por outro, reforçar a robustez do sistema financeiro em geral e do sistema bancário e segurador em particular, também é verdade que outros fatores de risco (ou alguns dos antigos mas com outras "roupagens") parecem emergir "corroendo" de forma "silenciosa" o período de alguma estabilidade em que vivemos.

De entre estes fatores destaca-se os impactos assimétricos que uma eventual descida/subida acentuada dos preços do petróleo poderão ter em algumas das grandes economias; ii) as fragilidades do mercado de trabalho e o reduzido crescimento potencial na Europa; iii) os riscos de bolha imobiliária na China e o eventual *credit crunch*; iv) bem como o potencial impacto negativo que as regras de Basileia III/Solvência II colocam à existência de um mercado concorrencial bem como aos investimentos de longo prazo.

De igual forma, persistem sinais de uma reduzida perceção dos agentes económicos face ao risco de mercado (*i.e.* Índice *Dow Jones* registou uma valorização de cerca de 58,1% nos últimos 2 anos), bem como ao risco de crédito (*i.e.* a República do México colocou recentemente a sua primeira emissão de dívida a 100 anos denominada em euros e na Europa os custos de financiamento continuam a ser negativos para algumas das economias).

Por outro lado, o "apetite" dos investidores por ativos financeiros menos convencionais parece ter assumido contornos de dimensões imprevisíveis (*i.e.* entre 17 de novembro e 16 de dezembro de 2017 a *Bitcoin* valorizou 153%, tendo desvalorizado 66,9% desde essa última data até 6 de fevereiro de 2018).

De igual forma, e talvez não menos relevante, importa analisar com algum detalhe o comportamento de duas variáveis financeiras. Por um lado, a volatilidade do mercado acionista, representada pelo índice VIX, têm-se situado nos últimos meses, e tal como na véspera da crise de 2007, em valores mínimos históricos.

Por fim, destaca-se a relação entre as taxas de juro de curto e longo prazos, traduzida no comportamento recente da curva de rendimentos da dívida pública norte-americana (*i.e. Treasuries*), a qual parece antecipar o regresso do “urso” aos mercados financeiros.

Na realidade, todas as grandes crises económicas foram precedidas por um declive da curva de rendimentos (diferencial entre as taxas de juro a 10 anos e as taxas de juro a 2 anos) próximo de zero ou negativo (*i.e.* taxa a 2 anos maior do que taxa a 10 anos).

Não sendo esse valor negativo, o certo é que o declive da curva de rendimentos norte-americana assume atualmente valores muito próximos de zero (0,56 pontos percentuais em 31 de janeiro de 2017), em linha com o observado nas vésperas das crises de 1987, 2000 e 2007.

Em face do anterior, não será difícil afirmar que as palavras de Phil McGraw (Dr. Phil do *The Oprah Winfrey Show*) estão mais atuais do que nunca: “*Don't wait until you're in a crisis to come up with a crisis plan*”.

## **Bibliografia**

- Anderson, S. (2000), *A History of the Past 40 Years in Financial Crises*, IFR 2000 issue Supplement.
- Bernanke, B. (1983), *Non-Monetary Effects of The Financial Crisis In The Propagation Of The Great Depression*, NBER Working Paper n.º 1054.
- Brealey, R. e Myers, S. (1992), *Princípios de Finanças Internacionais*, 3ª Edição, McGraw Hill.
- Coelho, M. (2005), *Ensaio Sobre a Relação entre Macroeconomia e Mercado Accionista*, Tese de Doutoramento, ISEG-UTL.
- Coelho, M. e Oliveira, R. (2015), *Mercados – São Mesmo os Grandes Culpados das Crises?*, Bnomics.
- CMVM (2012, 2013), *Relatório Anual Sobre a Actividade da CMVM e Sobre os Mercados de Valores Imobiliários*.
- Douglas P. e Roley, V. (1985), “*Stock Prices and Economic News*”, NBER Working Paper n.º 1296.
- Goodhart, C. e Smith, R. (1985), “*The Impact of News on Financial Markets in the United Kingdom*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17.
- Hardouvelis, G. (1987), “*Macroeconomic information and stock prices*”, *Journal of Economics and Business*, Volume 39.
- Tessaromatis, N. (1990), “*Money supply announcements and real interest rates: Evidence from the U.K. index-linked bond market*”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 14.