Universidades Lusíada

Coelho, Miguel Alexandre Teixeira, 1970-
Gonçalves, José

Do subprime à pandemia : anatomia de duas crises

http://hdl.handle.net/11067/6019
https://doi.org/10.34628/qfcx-sc76

Metadados

Data de Publicação	2021
Editor	Universidade Lusíada
Palavras Chave	Crises financeiras - Século 21, Pandemia da COVID-19, 2020 - Aspectos económicos
Tipo	article
Revisão de Pares	yes
Coleções	[ULL-FCEE] LEE, n. 30 (2021)

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-05-01T08:36:08Z com informação proveniente do Repositório

http://repositorio.ulusiada.pt

DO *SUBPRIME* À PANDEMIA:
ANATOMIA DE DUAS CRISES

FROM SUBPRIME TO PANDEMIC CRISES:
ANATOMY OF TWO CRISES

Miguel Coelho
Professor Auxiliar da Universidade Lusíada
Orcid: 0000-0003-3832-5030
miguel.a.t.coelho@gmail.com

José Gonçalves
Economista

DOI: https://doi.org/10.34628/qfcx-sc76
Data de submissão / Submission date: 29 de abril de 2021
Data de aprovação / Acceptance date: 14 de junho de 2021

Resumo: Tendo como ponto de partida a denominada "crise do *subprime*" (2007-2009), bem como a "crise pandémica" (2020-2021), pretende-se com este artigo avaliar os impactos que as mesmas tiveram ao nível dos equilíbrios macroeconómicos bem como nos mercados financeiros e de *commodities*.

Tendo em consideração o contexto e origens distintas que as referidas crises tiveram, os resultados obtidos apontam para impactos e velocidades distintas de recuperação, quer em termos macroeconómicos, quer em termos de mercados financeiros.

De igual forma, quando se analisa este tema numa perspetiva geográfica, constatando-se que, tal como na "crise do *subprime*", também na "crise pandémica", os EUA aparentam revelar uma melhor performance do que a observada para a União Europeia (UE).

JEL: G01

Palavras-chave: Crise *Suprime*; Pandemia; Mercados financeiros.

Abstract: Taking as a starting point the so-called "subprime crisis" (2007-2009), as well as the "pandemic crisis" (2020-2021), the aim of this article is to evaluate the impacts they had on the macroeconomic balances as well as in the financial and commodity markets.

Bearing in mind these two crisis different context and origins, our findings show different impacts and paces of recovery, both in macroeconomic as in financial terms.

Likewise, when analyzing this issue from a geographical perspective, it is noted that, as in the "subprime crisis", also in the "pandemic crisis", the US appears to show a better performance than that observed for the European Union (EU).

JEL: G01

Keywords: Suprime crises; Pandemic crises; Financial markets.

1. Enquadramento

As crises e os fenómenos de "exuberância irracional" nos mercados financeiros não são fenómenos raros e ultrapassados. Com efeito, desde a famosa "Tulipomania"[1], no século XVII, passando pela crises bancárias do século XIX até à Grande Depressão de 1929 que persistiu até ao início da Segunda Guerra Mundial, 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 (Coelho e Sainhas, 2015).

Nos primeiros 20 anos deste novo século, a economia mundial enfrentou diversas crises destacando-se, de entre elas, a denominada "crise do *subprime*" (2007-2009) e a "crise pandémica" (2020-2021).

Neste artigo pretende-se analisar a origem destas duas crises, os seus impactos de curto prazo, bem como a velocidade a que os diferentes blocos económicos as ultrapassaram.

2. Cronologia de Duas Crises

2.1 Crise do *Subprime*

De entre os elementos premonitórios da "crise do *subprime*" 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

[1] 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 bolbos e então começaram a vendê-los. Foi o colapso da "Tulipomania".

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 (Coelho e Sainhas, 2015).

É neste quadro de perturbação no sistema bancário norte-americano que surge, em julho de 1988, o Acordo de Basileia – Basileia I -, que, ainda assim, não permitiu evitar perturbações adicionais no sistema bancário global, de entre as quais se destacam as seguintes:

- Em 1995, o Barings Bank, o banco de investimento mais antigo de Londres (1762), entrou em colapso em consequência da atuação especulativa em torno de contratos de futuros, protagonizada por Nick Leeson, a partir do escritório de Singapura do banco.
- 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.
- 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 *commodities* (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.
- 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.

Estes eventos financeiros, associados às políticas públicas da Administração Clinton que procuraram dar resposta às crescentes necessidades de habitação própria das famílias de menores recursos[2], bem como à política monetária ex-

[2] Refira-se que esta política de expansão do crédito, iniciada no começo dos anos 90 através da redução dos valores mínimos de pagamento inicial ("entrada"), permitiu o acesso ao mercado imobiliário de milhares de famílias de menores recursos. Com efeito, de acordo com o Harvard University's Joint Center for Housing Studies, durante o período compreendido entre 1993 a 1998 o número de empréstimos a hispânicos aumentou 87,2%, enquanto o número de empréstimos a afro-americanos e afro-asiáticos cresceu, respetivamente, 71,9% e 46,3%. No final da década de

pansionista adotada na sequência dos ataques às "torres gémeas", potenciaram o surgimento de uma crise sem precedentes desde 1929.

A crise financeira internacional iniciada em 2007 (*i.e.*, "crise do *subprime*"), teve diversas fases as quais podem ser divididas em função dos seus principais intervenientes e agentes afetados.

A 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.

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.

Resumindo, esta primeira fase da crise, que terá afetado em particular os grandes bancos de investimento internacionais, foi caracterizada pelo seguinte (Coelho e Sainhas, 2015):

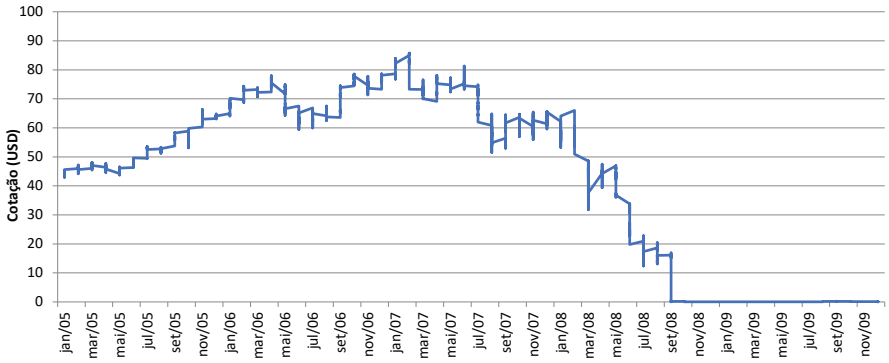
- Venda/*write-off* de alguns dos ativos mais "tóxicos" existentes em carteira;
- Redução significativa do negócio relacionado com banca de investimento, em particular no que se refere à criação e colocação de produtos financeiros complexos; montagem de operações de financiamento internacional; e operações de fusões e aquisições;
- Minimização do recurso aos instrumentos tradicionais de *funding* (*i.e.*, obrigações de dívida sénior e *covered bonds*);
- 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 *cross-selling* de fundos de investimento de entidades dos grupos);
- Ajustamento dos rácios de capital regulamentarmente exigidos (*tier* 1 e

90, o CEO da Fannie Mae, Franklin D. Raines, afirmou que a "Fannie Mae has expanded home ownership for millions of families in the 1990's by reducing down payment requirements. Yet there remain too many borrowers whose credit is just a notch below what our underwriting has required who have been relegated to paying significantly higher mortgage rates in the so-called subprime market.''

tier 2) 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).

A segunda fase da crise teve como elemento catalisador a falência da Lehman Brothers (15 de setembro de 2008) - Figura *1* - 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.

Fig. 1 – Evolução da Cotação da Lehman Brothers[3]



Fonte: Bloomberg

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 prazo 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, que não afetou apenas os grandes bancos de investimento internacionais, mas também os pequenos e médios bancos de retalho, foi caracterizada pelo seguinte (Coelho e Sainhas, 2015):

[3] Este gráfico mostra a evolução da cotação das ações da Lehman Bothers entre o início de 2005 e o final do mês de setembro de 2008. Conforme se observa, após ter atingido uma cotação máxima de 85,8 USD em fevereiro de 2007, as ações da Lehman Brothers caíram para valores abaixo de 8 USD em 9 de setembro de 2008 e para os 21 cêntimos em 15 de setembro de 2008.

- Venda forçada de ativos não estruturados (*i.e.,* dívida sénior; dívida subordinada e ações) existentes em carteira;
- 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.e.,* 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.

O culminar desta segunda fase ocorre em início de novembro de 2008, altura em que perante o colapso eminente dos mercados as autoridades públicas intervêm de uma forma significativa e concertada.[4]

A intervenção concertada das autoridades nos mercados financeiros, não evitou, no entanto, um conjunto de acontecimentos de impacto relevante a nível internacional.

No plano nacional, este período é marcado por dois acontecimentos de dimensão significativa. Um primeiro acontecimento culminou com a aprovação pelo parlamento português, em 11 de novembro de 2008, da nacionalização do Banco Português de Negócio (BPN) a preço zero. Um segundo acontecimento, culmina em 1 de dezembro de 2008 com a intervenção do Banco de Portugal no Banco Privado Português (BPP), nomeando uma administração provisória, para acompanhar um plano de salvamento da instituição, que inclui um empréstimo negociado junto de seis outros bancos portugueses, no valor de 450 milhões de euros.

[4] De entre as medidas tomadas destaca-se as seguintes: a) Plano "Paulson" de compra de ativos tóxicos aos bancos norte-americanos no valor de 700 mil milhões de dólares; b) redução concertada das taxas de juro por parte dos principais bancos centrais; c) Plano "Gordon Brown" de compra de ativos tóxicos aos bancos ingleses no valor de 500 mil milhões de libras; d) Plano "Comissão Europeia" de garantia das emissões de dívida das instituições financeiras por parte dos Estados Membros.

2.2 Crise Pandémica

Em 31 de dezembro de 2019, as autoridades chinesas de Wuhan confirmaram a existência de casos de pneumonia com causas desconhecidas. De acordo com a Organização Mundial de Saúde (OMS, 2021a), entre 31 de dezembro de 2019 e 3 de janeiro de 2020, as autoridades chinesas reportaram à OMS um total de 44 casos. Em 7 de janeiro de 2020 as autoridades chinesas identificaram e isolaram um novo tipo de coronavírus, cuja sequenciação genética foi revelada em 12 do mesmo mês.

Este anúncio ocorreu imediatamente antes do ano novo chinês (25 de janeiro), período em que habitualmente se verificam grandes movimentações de pessoas na China, que se deslocam à sua terra natal para as festividades.

Na segunda quinzena de janeiro foram detetados os primeiros casos fora da China, na Tailândia, Japão e Coreia do Sul, todos "importados" da China.[5]

No início de março de 2020 a Itália (à altura o país europeu mais afetado) decretou medidas de distanciamento social que foram logo adotadas a nível nacional (11 de março). Na sequência da adoção destas medidas, outros países europeus, nomeadamente Espanha e França, adotaram também mecanismos de proteção da saúde pública. 11 de março foi também o dia em que OMS declarou oficialmente que o COVID-19 era agora uma pandemia global.[6]

[5] O primeiro caso nos EUA foi identificado pela OMS em 23 de janeiro, e os primeiros três casos na Europa em 25 do mesmo mês (França), em ambas as situações de pessoas provenientes da China. No final do mês de janeiro a OMS declarou este surto como uma "emergência de saúde pública de interesse internacional" (OMS, 2021b). Nesta data havia já um total de 9.826 casos confirmados, dos quais 106 fora da China (num total de 19 países) e 213 óbitos. O *risk assessment* da OMS era de "muito elevado" para a China e "elevado" a nível regional e a nível global.
Em fevereiro de 2020 registaram-se os primeiros óbitos fora da China e o primeiro surto significativo fora da China ocorreu na Lombardia (norte de Itália) onde, em 23 de fevereiro, já estavam confirmados mais de 150 casos. Foi também em Itália que se registaram as primeiras medidas de limitação à circulação de pessoas, com o encerramento de escolas e o cancelamento de eventos culturais e desportivos.

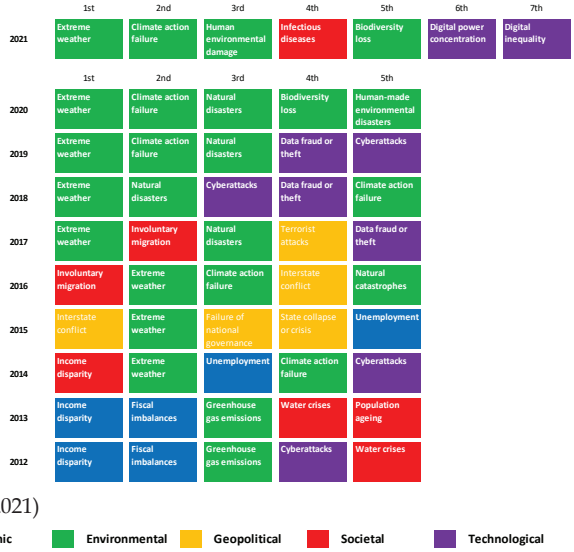
[6] A adoção de medidas de confinamento social (na Europa e, em muito menor grau nos EUA), que se traduziram em fortes abrandamentos da atividade económica, ocorreram numa primeira fase entre meados de março e meados de junho, variando de país para país. A partir de meados de maio começaram a desenhar-se mecanismos de desconfinamento (por ex. a Comissão Europeia apresentou um conjunto de *guidelines* e recomendações aos Estados membros para o levantamento de restrições à circulação de passageiros).
Pese embora se ter registado um abrandamento das restrições motivadas pelo COVID-19 implementadas no final do primeiro trimestre, o aumento do número de casos (a partir de final do terceiro trimestre de 2020) e a pressão sobre os sistemas de saúde nacionais em resultado do numero de pessoas internadas acabou por ditar medidas de confinamento a partir de meados do quatro trimestre e, em maior grau, no primeiro trimestre de 2021 (resultado daquilo que se convencionou chamar de segunda e/ou terceira vaga da pandemia). Por outro lado, veio a confirmar-se a existência de novas variantes, que se caracterizam por maior grau de transmissibilidade e/ou por maior grau de letalidade. No final de 2020 (de acordo com dados da OMS o número total de infetados ultrapassava os 79 milhões e o número de óbitos os 1,7 milhões. De acordo com os últimos dados disponíveis (25 de Maio de 2021) o numero total de infetados ultrapassava já os 166 milhões e o número de óbitos os 3,4 milhões (OMS, 2021).

A "crise pandémica", contrariamente a crises anteriores que resultaram de ajustamentos violentos em resultado de tensões e fraturas nos mecanismos de funcionamento da economia e dos mercados (Rajan, 2010)[7], tem o seu detonador num evento completamente exógeno ao sistema económico e financeiro: a pandemia causada pelo vírus SARS-CoV-2 (*severe acute respiratory syndrome coronavírus 2*) que comummente designamos pelo nome da doença provocada (COVID-19).

A "crise pandémica", contrariamente à "crise do *subprime*", tem três características distintivas (Borio, 2020): é exógena (não resulta de desequilíbrios económicos ou financeiros pré-existentes); é incerta (porque o seu desenrolar depende de uma diversidade de fatores não económicos); e é verdadeiramente global (em 2007-2009, por exemplo, não se registaram diminuições do PIB num conjunto alargado de países) (Borio, 2020).

Saliente-se que o aparecimento de uma "crise pandémica" era algo que não figurava nas maiores preocupações dos principais protagonistas ao nível global. Se virmos o *Global Risks Report* (WEF, 2021), verificamos que ao longo da última década os principais riscos identificados nos *surveys* (quer em termos de probabilidade de ocorrência, quer em termos de impacto) eram de ordem ambiental (nomeadamente as alterações climáticas), tecnológica (fraude informática e ataques cibernéticos) e geopolítica - Figura 2.

Fig. 2 – Riscos Globais (Por Probabilidade)



Fonte: WEF (2021)

Nota: Economic Environmental Geopolitical Societal Technological

[7] Rajan foi Economista Chefe do FMI entre 2003 e 2006. Apresentou um *paper* na Conferência de Jackson Hole de 2005 alertando para os riscos crescentes do sistema financeiro e propondo medidas para reduzir esses riscos. Na altura a sua opinião foi vista como exagerada.

Todavia, como se refere no *Global Risks Report* (WEF, 2021), desde 2006 que estava identificada a preocupação com os efeitos e impactos dos riscos de pandemias e de outros relacionados com a saúde. Aliás, se considerarmos os últimos 100 anos, podemos identificar sete pandemias, sendo cinco provocadas por vírus influenza e duas por coronavírus.

Tabela 1 – Pandemias do Século XX e XXI

Data Inicio	Designação	Impacto
1918	Gripe espanhola (H1N1)	20 a 50 milhões de mortos
1957	Gripe asiática (H2N2)	1 a 4 milhões de mortos
1968	Gripe de Hong Kong (H3N2)	1 milhão de mortos
1997	Gripe das aves (H5N1)	1.1 milhões de mortos
2002	SARS (SARS-CoV-1)	770 mortos
2009	Gripe suína (H1N1)	200 mil mortos
2012	MERS (MERS-CoV)	850 mortos

Fonte: Autores.

Assim, o tema do risco pandémico não era uma novidade. Até porque já tinha acontecido por três vezes no presente século, sendo certo que a pandemia com maior impacto ao nível da mortalidade tinha acontecido há mais de 100 anos.

Em 2020, o risco de uma pandemia global tornou-se realidade e não poderá ser assumido como se de um "cisne negro" se tratasse[8]. Segundo Taleb (2020), "uma pandemia global como esta é explicitamente definida como um cisne branco: algo que ocorreria eventualmente com grande probabilidade".

Comparativamente com crises anteriores, a "crise pandémica" apresenta também um segundo aspeto que a distingue, uma vez que se traduziu num choque, simultâneo, do lado da oferta e do lado da procura.

Na realidade, o alastrar da pandemia conduziu ao encerramento de um conjunto de atividades económicas (ou ao significativo abrandamento de outras tantas), quer por via do confinamento e das limitações à circulação (impactos sobre o sector do turismo, hotelaria restauração e serviços conexos, tráfego de passageiros, nomeadamente tráfego aéreo, comércio e serviços), quer por via da quebra dos circuitos de circulação de bens, matérias primas e produtos intermédios, com o consequente impacto sobre a produção industrial.

[8] Na definição de Nassim Nicholas Taleb, um "cisne negro" caracteriza-se por ser um evento extremamente raro, com um impacto extremo e que consideramos, retrospetivamente, previsível (ainda que não o tenhamos considerado previsível prospetivamente).

Este choque da oferta ditou, de forma quase imediata, um choque na procura, seja em reflexo do aumento do desemprego e da diminuição do rendimento disponível das famílias, seja pelas alterações dos padrões de consumo e dos hábitos de compra.

Logo em abril de 2020, as estimativas do FMI (2020) apontavam para uma contração da economia mundial de 3% em 2020, com uma recuperação projetada de 5,8% em 2021, partindo do pressuposto que a pandemia diminuiria no segundo semestre de 2020 e as que as medidas de confinamento poderiam ser desativadas gradualmente. Os efeitos no emprego foram também imediatamente evidentes: nos EUA os *initial jobless claims* na quarta semana de março de 2020 excederam os 6,6 milhões (valor que compara com 280.000 na semana anterior). As projeções do FMI apontavam então para um aumento da taxa de desemprego na zona euro em 2020 de quase 3 pontos percentuais (para 10,4%) e de quase 7 pontos percentuais nos EUA (também para 10,4%).

Por outro lado, a descida de preços das *commodities*[9] traduziu-se num impacto imediato nos países exportadores de *commodities*, cujas economias se encontram maioritariamente no grupo das economias emergentes e em desenvolvimento.

De igual forma, o início da pandemia na China no final de 2019 (a que acresce o efeito do ano novo chinês), traduziu-se num primeiro momento num forte abrandamento da atividade industrial na China, com impacto disruptivo na cadeia de abastecimento.[10]

De acordo com o FMI (2021a), o impacto da "crise pandémica" ao nível do produto ocorreu a uma escala global, com uma diminuição estimada do PIB mundial de 3,3% em 2020 – Tabela 2.

Tabela 2 – Perspetivas de Crescimento do PIB (variação homóloga)

	2019	2020	2021E	2022E
Mundo	2,8	-3,3	6,0	4,4
EUA	2,2	-3,5	6,4	3,5
Zona Euro	1,3	-6,6	4,4	3,8
Japão	0,3	-4,8	3,3	2,5

9 Entre meados de janeiro e meados de março de 2020 os preços dos metais de base diminuíram 15%, os do gás natural 38% e os do petróleo 65%.

10 Registou-se uma acumulação de contentores nos portos chineses, e as limitações de circulação levaram a que muitos contentores não fossem recolhidos por transportadores rodoviários para seguirem para o seu destino. Também a diminuição muito significativa do tráfego aéreo de passageiros teve como consequência a redução da oferta de capacidade de transporte de carga. Ao nível do tráfego marítimo registou-se também um número elevado de cancelamento de viagens. A diminuição da produção industrial chinesa, combinada com a diminuição abrupta do transporte internacional de mercadorias, ditou quebras nas cadeias de fornecimento e níveis irregulares de produção industrial, nomeadamente nas economias mais desenvolvidas.

	2019	2020	2021E	2022E
Reino Unido	1,4	-9,9	5,3	5,1
China	5,8	2,3	8,4	5,6
India	4,0	-8,0	12,5	6,9

Fonte: IMF (2021)

Saliente-se que se registaram impactos assimétricos entre os diversos blocos económicos, seja pelas diferenças entre eles (por exemplo os países cujo produto depende fortemente das receitas do turismo foram significativamente mais afetados), seja pelo alastrar da pandemia em termos geográficos (que ditou que os efeitos não tenham ocorrido exatamente em simultâneo). As características e fragilidades da economia de cada país ditaram também diferenças na magnitude dos impactos e ditarão, para o futuro, diferentes ritmos de recuperação, inclusive ao nível interno dentro de cada país.

3. Contexto Económico-Financeiro: Análise Comparada

O contexto económico-financeiro em que se desenvolveu a "crise pandémica" é claramente distinto daquele em que se desenvolveu a "crise do *subprime*".

No que respeita ao contexto económico, a primeira grande diferença prende-se com a robustez e nível de crescimento económico das principais economias nos anos precedentes ao início da crise, bem como a solidez ao nível das finanças públicas – Tabela 3.

Tabela 3 – Dados Macroeconómicos (Crise do *Subprime* e Crise Pandémica)

2005		Crise do Subprime		Crise Pandémica	
		2006	2018	2019	
EUA	**Taxa Crescimento PIB (Var. Homóloga) (1)**	3.5%	2.9%	2.9%	2.2%
	Taxa de Desemprego (1)	5.1%	4.6%	3.9%	3.7%
	Divida Pública em % do PIB (2)	42.7%	41.9%	81.7%	83.0%
UE	**Taxa Crescimento PIB (Var. Homóloga) (1)**	1.9%	3.5%	2.1%	1.6%
	Taxa de Desemprego (1)	9.6%	8.6%	7.3%	6.7%
	Divida Pública em % do PIB (2) (3)	54.7%	53.1%	70.4%	69.2%

Fonte: (1) World Bank (www.data.worldbank.org); (2) IMF (net Debt to GDP); (3) Valores para Zona Euro.

Em termos de crescimento económico, o ritmo de crescimento do PIB antes da "crise do *subprime*" era ligeiramente superior ao que se verificava antes da crise pandémica. No entanto as diferenças mais notórias são ao nível da taxa de desemprego e dos níveis de endividamento público (em % do PIB).

O desemprego imediatamente antes da crise pandémica apresentava taxas mais baixas que em 2005/2006, sendo de salientar os valores da taxa nos Estados Unidos, abaixo dos 4% (ou seja, em mínimos históricos – série do *World Bank*, a partir de 1991). Mesmo na União Europeia (que tradicionalmente tem taxas de desemprego mais elevadas do que os Estados Unidos), os níveis da taxa de desemprego eram cerca de 2 pontos percentuais inferiores aos pré-crise do *subprime*.

Por outro lado, quer nos Estados Unidos, quer na Zona Euro, o peso da divida no PIB era substancialmente superior em 2019, comparativamente com 2006, em consequência da intervenção via política orçamental, que se revelou necessária para colmatar os impactos da "crise do *subprime*".

Apesar de a "crise pandémica" ter ocorrido numa altura em que o endividamento era superior ao da "crise do *subprime*", a experiência anterior de que seria necessária uma intervenção rápida e enérgica em termos de política orçamental, preferencialmente em simultâneo nos grandes blocos económicos, conduziu a um aumento dos níveis de endividamento, mais acentuado nos Estados Unidos.

De igual forma, o contexto financeiro subjacente às duas crises apresenta diferenças significativas – Tabela 4.

Tabela 4 – Análise Comparada do Contexto Financeiro

	2007-2009	2020-2021
Política Monetária	Adoção de políticas monetárias acomodatícias por parte dos principais bancos centrais, com efeitos significativos ao nível das taxas de juro (i.e. redução das taxas de juro).	Manutenção de políticas monetárias acomodatícias por parte dos principais bancos centrais, incluindo as medidas de *quantitative easing*.
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.e. seguradoras, fundos de pensões e fundos de investimento) através de mecanismos de titularização.	Utilização moderada de mecanismos de transferência de risco de crédito (i.e. mecanismos de titularização menos).

	2007-2009	2020-2021
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.	Redução de conflitos de interesse das agências de rating, em resultado da maior concorrência (i.e., DBRS) e da imposição de novas regras regulamentares.
Complexidade dos Produtos Financeiros	Desenvolvimento de produtos complexos, assentes, nomeadamente, no risco de crédito (*i.e.*, SIV's, CD0's, MBS's, etc.) aos quais foram atribuídas notações de rating, por parte das agências internacionais, claramente acima dos fundamentais.	Redução da complexidade dos produtos financeiros colocados junto dos investidores, em particular no segmento particular, resultado de maior aversão ao risco dos investidores.
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.e. Basileia II) e, por outro, o excesso de liquidez existente no mercado financeiro internacional;	Redução da alavancagem por imposição regulamentar (i.e., rácio e transformação, rácio de liquidez, etc.).
Quadro Regulamentar	Excessiva desregulamentação das atividades nos mercados financeiros, com consequente efeito na adoção de práticas menos robustas por parte dos agentes, impulsionada pelos principais governos que beneficiaram politicamente com a expansão do crédito e consequente melhoria no nível de vida das populações (ainda que pouco sustentada).	Funcionamento dos mercados financeiros tendo por base um quadro regulamentar mais robusto do que observado em 2007-2009. Destaca-se a este propósito as regras impostas pela DMIF II, Basileia III e União Bancária.
Banca Comercial e de Investimento	A solidez do sistema bancário fragilizada, resultado da aplicação das regras cíclicas de Basileia II que permitiram aos bancos alavancarem excessivamente a atividade. 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.	A solidez do sistema bancário apresenta-se robusta, resultado da aplicação das regras de Basileia III. Manutenção das ligações entre banca comercial e banca de investimento, ainda que em dimensão menor do que o observado em 2007-2009.

	2007-2009	2020-2021
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.	Nível visível de corrupção e de fraude menos visível do que o observado em 2007-2009.

Fonte: Coelho e Sainhas (2015) e Cálculo Próprio

Saliente-se que a "crise pandémica" ocorre depois de se terem corrigido algumas das principais fragilidades que existiam na crise anterior. De entre estas destacam-se as melhorias observadas ao nível do enquadramento regulatório (robustecido após a "crise do *subprime*") que veio permitir que o sector financeiro tivesse níveis de capital mais robustos (e por essa via menor alavancagem), bem como uma menor complexidade dos ativos e instrumentos financeiros colocados pelos bancos junto dos seus clientes de retalho.

4. Impactos nos Mercados Financeiros: Análise Comparada

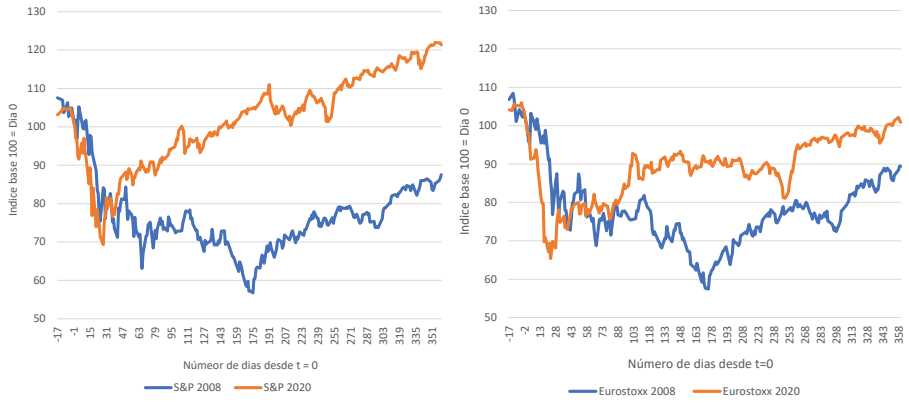
Tendo em consideração a origem e natureza distinta das duas crises, importa analisar os impactos que as mesmas tiveram nos mercados financeiros, nomeadamente ao nível dos mercados acionista, obrigacionista, cambial, petrolífero e volatilidade.

Saliente-se que para efeitos de comparação intertemporal, considerou-se como "momento zero" da crise de 2007-2009 o dia da declaração de falência da *Lehman Bothers* (15 de setembro de 2008), enquanto o "momento zero" da crise de 2020-2021 corresponde ao dia em que os principais índices acionistas mundiais iniciaram o processo de desvalorização (24 de fevereiro de 2020).

4.1. Mercados acionistas

Quer a "crise do *subprime*", quer a "crise pandémica", traduziram-se em correções significativas dos mercados acionistas, mais acentuada, mas registada ao longo de um maior período de tempo em 2008, mais intensa e durante um espaço de tempo extraordinariamente curto em 2020. Também em termos de recuperação, na crise de 2020 verificou-se uma recuperação mais rápida do que o observado em 2008 - Figura *3*.

Fig. 3 - Mercados Acionistas (S&P500 e Eurostoxx50)



Fonte: Bloomberg

Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" (t=0) da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o "momento zero" (t=0) da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

O mercado norte americano (tomando como medida o S&P 500) registou na "crise pandémica" uma desvalorização máxima de 30,6% num horizonte temporal de 28 dias, enquanto na "crise do *subprime*" a correção tendo sido mais acentuada, ocorreu num período claramente superior (175 dias).[11]

O comportamento do mercado europeu (aferido pelo EuroStoxx 50) foi semelhante. Na "crise pandémica" o mercado registou uma correção muito forte (34,6%) em apenas 23 dias e pese embora tenha recuperado, apenas regressou aos níveis pré-crise ao fim de 347 dias. Na "crise do *subprime*" a correção foi mais acentuada (42,6%) mas ocorreu a um ritmo menos intenso (este valor foi registado ao fim de 175 dias). A recuperação apresentou um padrão análogo ao do mercado norte americano, isto é, ao final de 1 ano, o mercado ainda não tinha regressado aos níveis pré-crise (encontrava-se ainda 10,6% abaixo do valor do dia 0).[12]

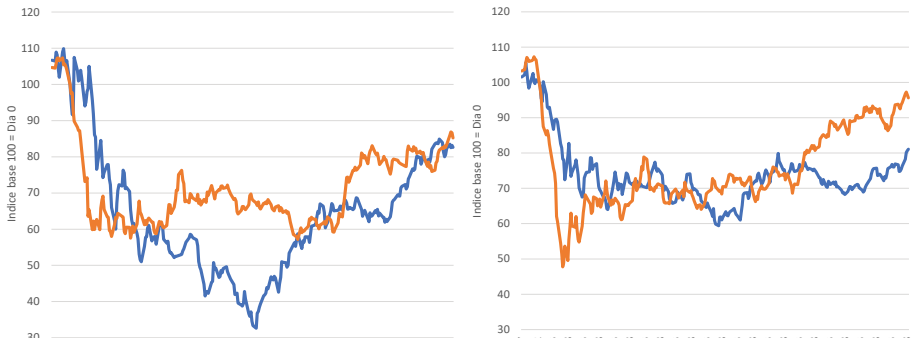
[11] Na "crise pandémica", após 105 dias (cerca de três meses e meio) o mercado acionista norte americano tinha já regressado aos níveis de antes da crise e, um ano após o que considerámos o dia 0, registava uma valorização de 21,3% (ou seja 74,9% acima do mínimo do último ano, ou seja ao valor do dia 28). Já na "crise do *subprime*", o mercado registou também uma recuperação (a partir do dia 175), mas muito menos intensa, chegando ao final de um ano após a crise registando ainda uma desvalorização de 12,5%.

[12] Já o mercado acionista português apresenta algumas especificidades. Tendo a correção de 2020 sido mais intensa (a exemplo dos principais mercados acionistas mundiais) que a de 2008, foi também mais

Numa perspetiva setorial, e no que respeita ao mercado acionista europeu, salienta-se o impacto mais severo da "crise do *subprime*" na banca, ainda que a desvalorização observada ao fim de 1 ano seja semelhante (- 17,4% na "crise do *subprime*" face a – 14,8% na "crise pandémica").

Já no sector das viagens, a desvalorização observada durante a "crise pandémica" (- 52,3% ao fim de 23 dias), tendo sido mais severa do que a observada na "crise do *subprime*", foi revertida de forma mais rápida - Figura *4*.

Fig. 4 - Mercados Acionistas Setorial (Banca e Viagens)



Fonte: Bloomberg

Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" (t=0) da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o "momento zero" (t=0) da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

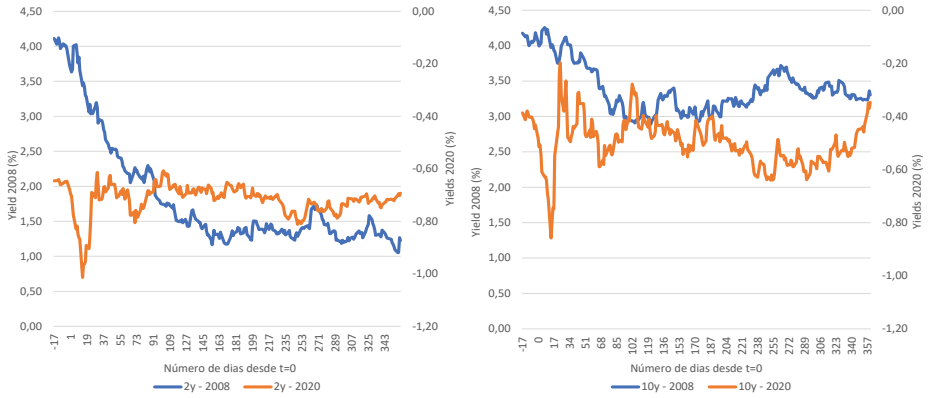
4.2. Mercados Obrigacionista

Antes de mais, importa referir que o contexto do mercado obrigacionista, do ponto de vista dos valores absolutos dos *yields*, em que se iniciaram as duas crises, apresenta-se claramente distinto, facto que pode explicar o comportamento que os *yields* da divida pública tiveram nos dois períodos.

Com efeito, os *yields* da divida alemã situavam-se em valores claramente distintos aquando do inicio das duas crises. Se em 2008 os yields a 2 e 10 anos eram de aproximadamente 3,72% e 4,05%, respetivamente, em 2020 esses valores eram negativos (-0,68% e -0,48%, respetivamente) - Figura *5*.

acentuada, isto é, em 2020 a correção foi de 30,8% (ao fim de 24 dias), enquanto em 2008 a correção foi de 30,1% (ao fim de 169 dias). Por outro lado, também em termos de recuperação registaram-se algumas diferenças. Em 2020, o mercado acionista português regressou aos níveis pré-crise ao fim de 318 dias, mas um ano após a crise o desempenho do mercado era negativo em 9,5%; em 2008 o mercado recuperou após atingir mínimos, mas fechou um ano a desvalorizar-se 10,6%.

Fig. 5 - Mercados Obrigacionistas (Alemanha 2 anos e 10 anos)



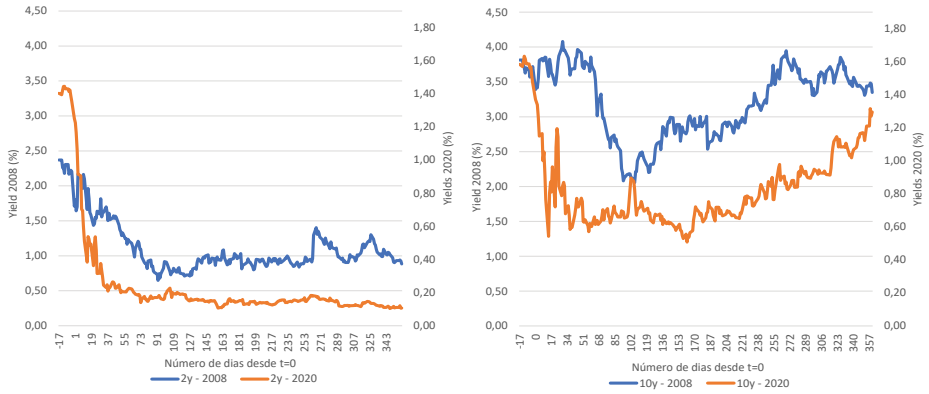
Fonte: Bloomberg

Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" (t=0) da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o "momento zero" (t=0) da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

Resultado eventual deste quadro distinto de partida, constata-se que se durante a "crise do *subprime*" se observou uma redução progressiva dos *yields* ao longo de um ano, na "crise pandémica", e depois de uma redução acentuada dos *yields* para valores ainda mais negativos observada nos primeiros 15 dias, os *yields* voltaram a recuperar para valores próximos dos observados antes da crise.

Ao invés do observado na Alemanha, o contexto de partida observado no mercado obrigacionista norte americano era apenas parcialmente distinto - Figura *6*.

Fig. 6 - Mercados Obrigacionistas (EUA 2 anos e 10 anos)



Fonte: Bloomberg

Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" (t=0) da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o "momento zero" (t=0) da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

Na realidade, apenas os *yields* da divida americana a 10 anos se situavam em valores claramente distintos aquando do inicio das duas crises. Com efeito, se os *yields* a 2 anos se situavam nos 1,71% e 1,25%, respetivamente, no "inicio" da "crise do *subprime*" e "crise pandémica", os *yields* a 10 anos situavam-se, respetivamente, nos 3,39% e 1,37%.

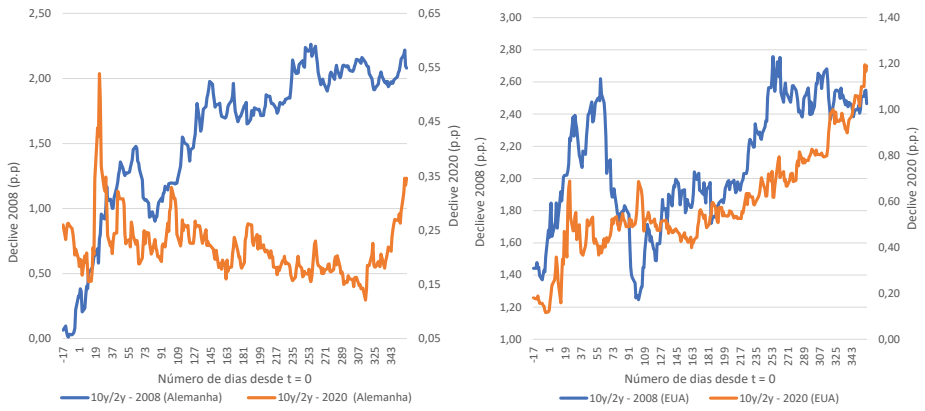
Neste contexto, a divida a 2 anos norte-americana registou comportamento idêntico nas duas crises, ainda que do ponto de vista relativo à queda observada durante a "crise pandémica" foi de maior amplitude.

No que respeita à divida a 10 anos, a queda em 2020 foi rápida mas, em ambas as crises, os *yields* retomaram os valores próximos dos anteriores à crise ao fim de 1 ano

Ao nível do declive da curva de rendimentos alemã, constata-se que durante a "crise do *subprime*" o declive (*i.e.*, diferencial entre os *yields* da divida a 10 anos e os *yields* da divida a 2 anos) aumentou de 32 p.b. para cerca de 200 p.b. Ao invés, durante a "crise pandémica", o declive, depois de ter subido, ao fim de 23 dias, de 20 p.b. para os 53 p.b., caiu para os valores anteriores à crise situando-se, ao fim de um ano, em valores próximos dos 33 p.b.

No que respeita ao declive da curva de rendimentos norte-americana, durante as duas crises observou-se uma subida do mesmo ao fim de 1 ano, ainda que durante a "crise do *subprime*" este tenha apresentado um comportamento mais volátil - Figura 7.

Fig. 7 - Mercados Obrigacionistas (Declive da Curva de Rendimentos Alemã e EUA)



Fonte: Bloomberg

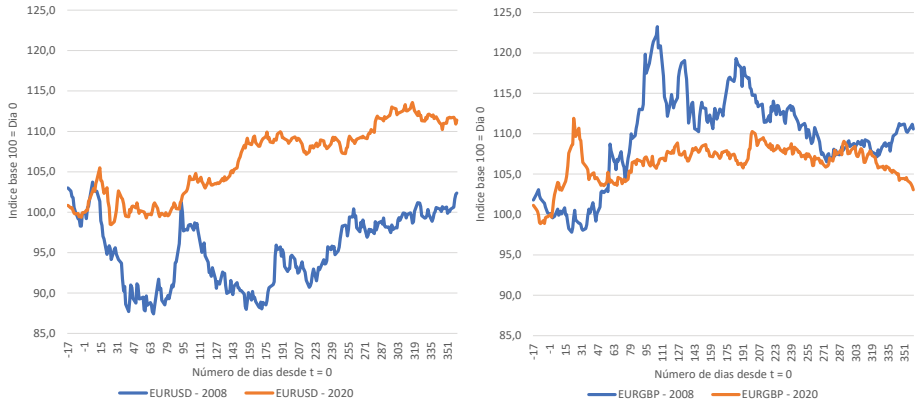
Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" (t=0) da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o "momento zero" (t=0) da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

4.3. Outros Mercados

No que respeita ao mercado cambial, importa salientar que o comportamento do euro face à libra foi distinto. Com efeito, constata-se que a "crise pandémica" provocou uma depreciação imediata muito acentuada da libra face ao euro, ao invés do observado na "crise pandémica" onde se registou inicialmente uma apreciação da libra.

Ainda assim, em ambos as crises, ao fim de um ano a libra depreciou face ao euro, ainda que de forma mais acentuada na "crise pandémica" (10% face aos 3% observados na "crise do *subprime*") - Figura *8*.

Fig. 8 - Taxa de Câmbio (EUR/USD e EUR/GBP)



Fonte: Bloomberg

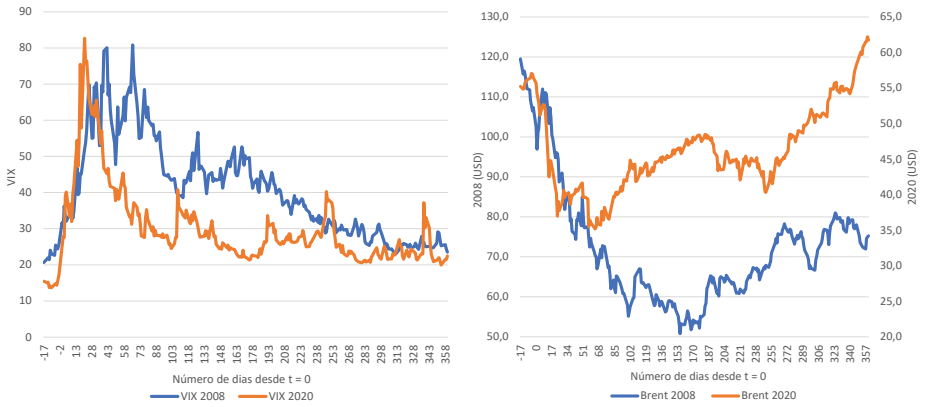
Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o momento zero da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

No que respeita à taxa de câmbio do euro face ao dólar norte-americano, constata-se que a "crise pandémica" levou a uma depreciação sustentada do dólar, a qual atingiu cerca de 11% ao fim de 1 ano. Na "crise do *subprime*", e depois de uma apreciação do dólar de mais de 12% ao fim de 42 dias, constata-se que ao fim de 1 ano o dólar depreciou cerca de 2,4%.

No que respeita ao mercado da volatilidade, representado pelo índice VIX, as diferenças registadas no comportamento deste índice nas duas crises não são

significativamente distintas. Com efeito, se na "crise do *subprime*" o índice atinge um máximo de 80,6 ao fim de 42 dias, enquanto na "crise pandémica" o índice atinge um máximo de 82,7 ao fim de 21 dias, o certo é que nas duas crises o VIX regressa para valores próximos dos observados no "inicio" da crise ao fim de um ano - Figura *9*.

Fig. 9 - VIX e Petróleo (Spot Brent)



Fonte: Bloomberg

Nota: Para efeitos de comparação intertemporal, o "momento zero" da crise de 2007-2009 é o dia 15 de setembro de 2008, enquanto o momento zero da crise de 2020-2021 corresponde ao dia 24 de fevereiro de 2020.

Por fim, e no que respeita ao mercado do petróleo, e ainda que em ambas as crises se tenha registada uma queda inicial no preço do petróleo (*i.e.*, preço *spot* do *Brent*), o certo é que na "crise pandémica" o mercado começou a recuperar mais rapidamente e de forma mais intensa do que o observado na "crise do *subprime*".

Com efeito, se o preço do *brent* atingiu um mínimo na "crise pandémica" ao fim do 63.º dia, tendo registado uma valorização de 10,8% ao fim de um ano, no caso da "crise do *subprime*" o preço mínimo foi atingido ao 156.º dia, permanecendo 26,6% abaixo do registado no "início" da crise ao fim de um ano.

5. Recuperação Económica: Análise Comparada

Após a "crise do *subprime*", a Europa recuperou de uma forma mais lenta do que os EUA, tendo inclusive sofrido uma dupla recessão, na medida em que à crise anterior se juntou em 2010-2011 uma crise da dívida soberana.

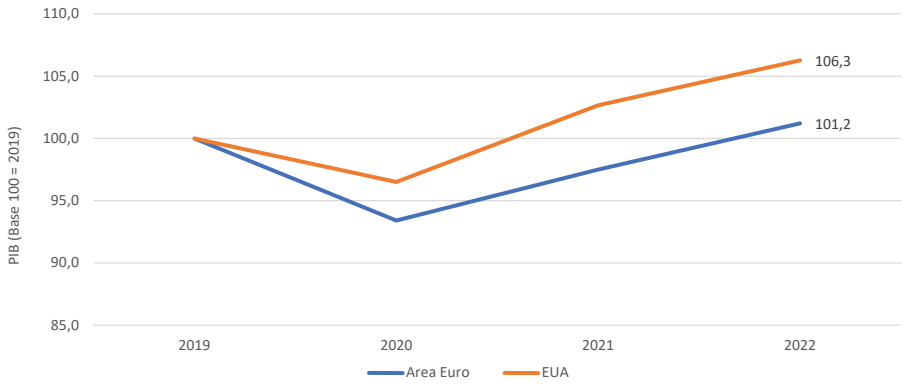
Duas eventuais razões para o sucesso norte-americano residiram na rápida resposta do governo e na flexibilidade da economia, em particular no que respeita ao mercado de trabalho, em contraponto com a paradoxal lentidão das respostas públicas europeias e a tradicional rigidez do mercado laboral.

Desta vez (*i.e.*, "crise pandémica", tendo em consideração a natureza distinta da crise, e que se traduziu no "encerramento" da atividade económica (quer do lado da oferta, quer do lado da procura) em resposta à pandemia, gerou-se uma expectativa junto de muitos europeus de que tudo seria diferente.

Infelizmente a realidade ficou muito aquém das expectativas.

Resultado da rigidez estrutural da sua economia e da tímida resposta pública, a que desta vez acresceu uma desastrosa gestão do programa de vacinação, a UE registou em 2020 um abrandamento económico mais severo do que o observado nos EUA, perspetivando-se que no final de 2022 o PIB esteja apenas 1,2% acima do observado em 2019, valor que compara com um crescimento esperado, em igual período, de 6,3% para os EUA - Figura *10*.

Fig. 10 - Perspetivas de Crescimento do PIB entre 2019-2022 (Área Euro e EUA)

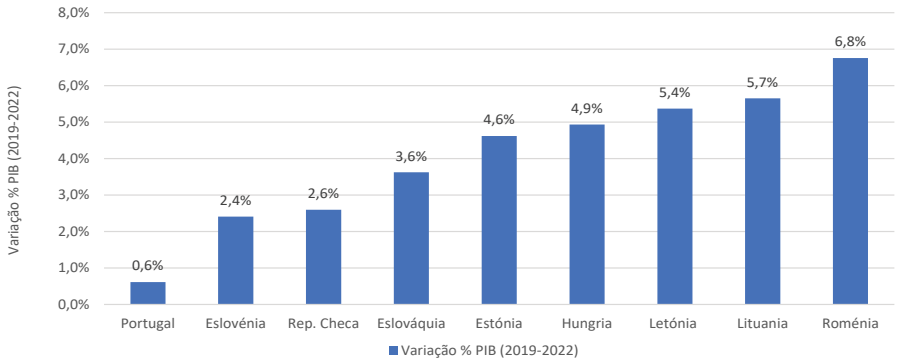


Fonte: IMF (2021a)

Saliente-se que no próprio seio da União Europeia a recuperação também deverá assumir geometria variável. Na realidade, enquanto Portugal deverá ter um PIB em 2022 cerca de 0,6% acima do observado em 2019, o crescimento nos países mais dinâmicos de leste dever-se-á situar, em igual período, acima dos 4% - Figura *11* [13]

[13] O crescimento estimado do PIB português fica também aquém da UE como um todo e abaixo da Alemanha ("*lose lose situation*").

Fig. 11 - Perspetivas de Crescimento do PIB entre 2019-2022 (Países da UE)

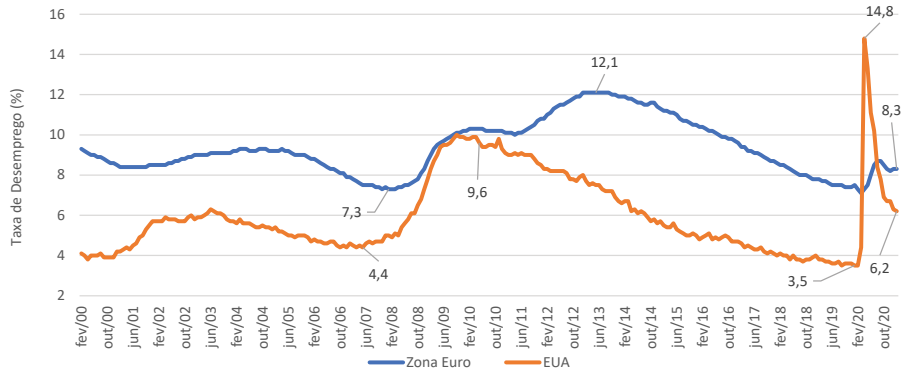


Fonte: IMF (2021a)

Como referido, as diferenças na flexibilidade do mercado de trabalho e na prontidão e adequação da resposta pública parecem explicar as diferenças observadas na recuperação das economias europeia e norte–americana nas duas últimas crises (2007/2009 e 2020/2021).

Com efeito, e tendo em consideração a análise da evolução do mercado de trabalho, constata-se que nos EUA a taxa de desemprego demorou 119 meses a recuperar para valores anteriores à crise de 2007/2008 (4,4%), enquanto na zona euro para regressar a uma taxa de 7,3% foram precisos 148 meses. De igual forma, durante a atual crise a taxa de desemprego nos EUA, depois de ter subido de 4,4% em março de 2020 para 14,8% em abril de 2020, caiu para menos de metade em 7 meses - Figura *12*.

Fig. 12 – Evolução da Taxa de Desemprego (Área Euro e EUA)



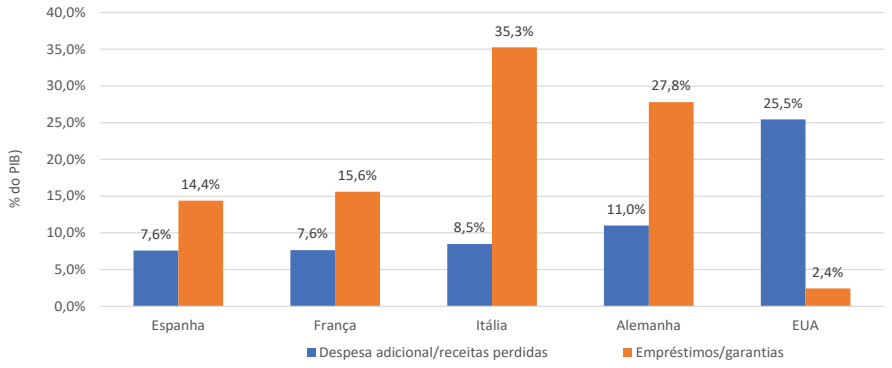
Fonte: Bloomberg

No que respeita às divergências na dimensão e características dos apoios públicos à economia, as diferenças parecem igualmente evidentes.

Com efeito, se nos EUA a dimensão do esforço público, utilizando como *proxy* o défice público em percentagem do PIB, dever-se-á situar em 2020/2021 em valores médios de 15,4% do PIB (10,4 p.p. acima da média observada no quadriénio 2016-2019), no caso da zona euro esse esforço atingiu apenas os 7,2% do PIB (6,3 p.p. acima da média observada no quadriénio 2016-2019).

Por outro lado, se nos EUA o suporte fiscal foi, fundamentalmente, pela via direta de despesa adicional/perda de receita (25,5% do PIB) e em menor escala pela via indireta dos mecanismos de empréstimos/garantias (2,4% do PIB), na Zona Euro a estratégia foi claramente distinta (por exemplo, em Itália a despesa adicional/perda de receita representou apenas 8,5% do PIB enquanto os mecanismos de empréstimos/garantias representaram 35,3% do PIB) - Figura *13*.

Fig. 13 – Natureza dos Apoios Públicos (Área Euro e EUA)



Fonte: IMF (2021b)

7. Conclusões

A "crise pandémica" resultou de fatores exógenos, tendo como detonador a pandemia global (Covid-19), enquanto a "crise do *subprime*" correspondeu a um ajustamento violento a tensões e fraturas nos mecanismos de funcionamento da economia e dos mercados.

A "crise pandémica" constituiu de certa forma uma surpresa, na medida em que não estava entre os principais riscos identificados pela generalidade dos agentes económicos até 2019 (ainda que a história dos últimos cem anos permita confirmar a existência de diversas pandemias) enquanto a "crise do *subprime*" estava "visível" no comportamento de alguns agentes económicos e nos preços de alguns instrumentos financeiros.

O impacto da "crise pandémica" no produto foi ligeiramente superior ao verificado na "crise do *subprime*", sendo o seu impacto verdadeiramente global (em 2008 o PIB mundial cresceu 2,9% e em 2009 diminuiu apenas 0,5%, enquanto em 2020 o PIB mundial diminuiu 3,3%). No entanto o impacto na Europa e nos EUA foi semelhante em ambas as crises.

Quer na "crise do *subprime*", quer na "crise pandémica" a recuperação foi mais rápida e acentuada nos EUA, o que permite concluir da maior flexibilidade da economia americana e da maior capacidade de transmissão das políticas implementadas (designadamente da política monetária).

Apesar da generalidade dos países terem implementado medidas de política orçamental, em resposta aos efeitos da "crise pandémica", esta resposta não foi homogénea. Países com maiores níveis de rendimento, com finanças públicas mais "saudáveis" e com melhor *rating* creditício implementaram políticas de valor mais significativo. Por outro lado, verificou-se uma diferença relevante entre a intervenção dos EUA (essencialmente assente em ações que impactam na despesa) e na Europa (com peso significativo de emissão de garantias estatais).

O impacto das duas crises nos mercados financeiros e de *commodities*, apesar de semelhança em alguns aspetos, apresentou diferenças que importa destacar, quer ao nível do segmento de mercado, quer ao nível do bloco económico (EUA *versus* UE)

Assim, o impacto nos mercados acionistas da "crise pandémica" foi menos acentuado do que na "crise do *subprime*", mas, em contraponto, a correção registada ocorreu num período de tempo muito curto (a recuperação foi também mais rápida na "crise pandémica" e, ao fim de um ano, o mercado americano registava inclusive uma apreciação de 21,3%). A recuperação do mercado acionista europeu foi mais lenta, com o desempenho um ano após a crise a ser praticamente nulo.

Por outro lado, o ponto de partida, em termos dos mercados de obrigações, é distinto nas duas crises. A "crise pandémica" ocorre num enquadramento de taxas de juro baixas (EUA) ou mesmo negativas (Alemanha), enquanto a "crise do *subprime*" ocorre num contexto de taxas de juro que poderá ser apelidado de "normal".

Ainda assim, em ambos os mercados se verificaram descidas dos juros, quer nos 2 quer nos 10 anos, mais acentuadas na "crise do *subprime*" (estando ainda bastante abaixo dos níveis pré-crise ao fim de 1 ano) enquanto na "crise pandémica", depois de um período curto de queda de taxas, os valores regressaram aos níveis pré-crise, mantendo-se relativamente estáveis ao fim de 1 ano.

No que respeita ao mercado cambial, importa salientar que o comportamento do euro face à libra foi distinto.

Com efeito, constata-se que a "crise pandémica" provocou uma depreciação imediata muito acentuada da libra face ao euro, ao invés do observado na "crise pandémica" onde se registou inicialmente uma apreciação da libra.

A taxa de câmbio do euro face ao dólar norte-americano, constata-se que a "crise pandémica" levou a uma depreciação sustentada do dólar, a qual atingiu cerca de

11% ao fim de 1 ano. Na "crise do *subprime*", e depois de uma apreciação do dólar de mais de 12% ao fim de 42 dias, constata-se que ao fim de 1 ano o dólar depreciou cerca de 2,4%.

No que respeita ao mercado da volatilidade (*i.e.*, índice VIX), as diferenças registadas no comportamento deste índice nas duas crises não são significativamente distintas.

Por fim, e no que respeita ao mercado petrolífero, e ainda que em ambas as crises se tenha registada uma queda inicial no preço do petróleo (*i.e.*, preço *spot* do *Brent*), o certo é que na "crise pandémica" o mercado começou a recuperar mais rapidamente e de forma mais intensa do que o observado na "crise do *subprime*".

Em resumo, poder-se-á concluir que a "imprevisibilidade" e rapidez com que a "crise pandémica" afetou a economia real, teve como contraponto um impacto nos mercados financeiros e de *commodities* mais acelerado, podendo a rápida intervenção pública à escala global, enquadrada pelas lições da "crise do *subprime*", explicar a velocidade a que os mesmos recuperaram.

Bibliografia

Benmelech, E. e Tzur-Ilan, N. (2020), The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the Covid-19 Crisis, NBER Working Paper 27461, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Borio, C. (2020), The Covid-19 economic crisis: dangerously unique, National Association for Business Economics

Coelho, M e Sainhas, R (2015), Mercados, São Mesmo os Grandes Culpados da Crise?, Bnomics.

International Monetary Fund (2020), World Economic Outlook, The Great Lockdown (abril).

International Monetary Fund (2021a), World Economic Outlook (abril).

International Monetary Fund (2021b), Fiscal Monitor (abril).

Organização Mundial da Saúde (2020a), Novel Coronavirus (2019-nCoV) – Situation Report 10, 30 de janeiro de 2020.

Organização Mundial da Saúde (2020b), Novel Coronavirus (2019-nCoV) – Situation Report 11, 31 de janeiro de 2020.

Organização Mundial da Saúde (2021), OMS COVID-19 Weekly Epidemiological Update, 25 de maio de 2021.

Rajan, R. (2010), "Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy.

Taleb, N. (2020), "Corporate Socialism: The Government is Bailing Out Investors & Managers Not You", www.medium.com.

World Economic Forum (WEF, 2021), Global Risks Report 2021.