

Ectivaldo Santa Rosa Fernandes

**OS RESGATES FINANCEIROS EM TEMPOS DE CRISES**

**UM IMPERATIVO CATEGÓRICO?**

Mestrado em Relações Internacionais, na especialidade de Economia Política Internacional, apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para a obtenção de grau de Mestre

**Setembro, 2016**



**Universidade de Coimbra**



Ectivaldo Santa Rosa Fernandes

**OS RESGATES FINANCEIROS EM TEMPOS DE CRISES**

**UM IMPERATIVO CATEGÓRICO?**

Mestrado em Relações Internacionais, na especialidade de Economia Política Internacional, apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para a obtenção de grau de Mestre.

Orientador: Prof. Doutor João Rodrigues

Coimbra, 2016

**ÍNDICE**

[*Agradecimentos* vii](#_Toc461135280)

[Sumário ix](#_Toc461135281)

[Abstract x](#_Toc461135282)

[Introdução 11](#_Toc461135283)

[Capítulo 1: Enquadramento Teórico e Conceptual 13](#_Toc461135284)

[1.1. O Neoliberalismo: Origem, Definições, Conceitos e Pressupostos 13](#_Toc461135285)

[1.2. O Neoliberalismo e o Papel do Estado Na Economia 15](#_Toc461135286)

[1.3. Os Incentivos Neoliberais ao Modo de Governação 18](#_Toc461135287)

[1.4. Políticas Públicas no Quadro Neoliberal 19](#_Toc461135288)

[1.5. Neoliberalismo e a Financeirização da Economia Mundial 20](#_Toc461135289)

[Capítulo 2 25](#_Toc461135290)

[2.1. Os Intermediários Financeiros e as Crises Financeiras e Económicas (2007/2008) 25](#_Toc461135291)

[2.2. A Origem da Crise Financeira e Económica de 2008 nos EUA 26](#_Toc461135292)

[2.3. Alavancagem, Titularização, Crédito Hipotecário e Crédito Subprime 26](#_Toc461135293)

[2.4. Os Ganhos da Alavancagem 28](#_Toc461135294)

[2.5. A Titularização 29](#_Toc461135295)

[2.6. A Explosão da Bolha Imobiliária e o Romper da Crise Financeira e Económica de 2008 31](#_Toc461135296)

[2.7. As Empresas de Empréstimos Hipotecários à Deriva em 2007 34](#_Toc461135297)

[2.8. A Resposta Política à Crise Financeira e Económica nos EUA em 2008/2009 35](#_Toc461135298)

[2.9. A Política Monetária da Reserva Federal 35](#_Toc461135299)

[2.10. A Reserva Federal Durante a Crise Financeira e Económica de 2008 36](#_Toc461135300)

[2.11. Estudo de Caso 1: Resgate Financeiro à American International Group (AIG) 39](#_Toc461135301)

[2.12. O Declínio da American International Group 40](#_Toc461135302)

[2.13. A Origem da Crise Financeira e Económica na Europa em 2008/2009 42](#_Toc461135303)

[2.13.1. França: BNP Paribas 43](#_Toc461135304)

[2.13.2. Reino Unido: Northern Rock 44](#_Toc461135305)

[2.13.3. Alemanha: Os Landsbanks e o Crédito Hipotecário Subprime, CDS, MBS e CDO 46](#_Toc461135306)

[2.14. A Resposta Política à Crise Financeira e Económica na Europa em 2008/2009 47](#_Toc461135307)

[2.15. A Política Monetária do Banco Central Europeu 48](#_Toc461135308)

[2.16. O Banco Central Europeu Durante a Crise Financeira e Económica de 2008/2009 49](#_Toc461135309)

[2.17. O Impacto das Medidas do Banco Central Europeu 50](#_Toc461135310)

[Capítulo 3 53](#_Toc461135311)

[3.1. A Financeirização da Economia Portuguesa: Introdução 53](#_Toc461135312)

[3.1.1. Democratização e as Políticas de Nacionalização (1974-1975) 53](#_Toc461135313)

[3.1.2. Da Reversão das Nacionalizações, à Integração Europeia e à Desregulação, Liberalização e Privatização – 1979-1990 54](#_Toc461135314)

[3.1.3. Dá Integração na UE e a Adesão ao Euro à Consolidação da Financeirização 56](#_Toc461135315)

[3.2. Portugal 2008-2010/11: Da Crise Financeira à Crise da Dívida Soberana 58](#_Toc461135316)

[3.3. Estudo de Caso 2: A Queda do Grupo Banco Espírito Santo 61](#_Toc461135317)

[3.4. A Origem e a Expansão do GBES e do GES 61](#_Toc461135318)

[3.5. A Crise no GBES e GES: 2013-2014 64](#_Toc461135319)

[3.6. A Resposta Política do Banco de Portugal 66](#_Toc461135320)

[3.7. Os Custos Associados a Intervenção do Estado na Economia 71](#_Toc461135321)

[Capítulo 4 75](#_Toc461135322)

[4.1. A Coordenação Internacional em Tempos de Crises Financeira e Económica 75](#_Toc461135323)

[4.2. Cenário de Cooperação Versus Não Cooperação 75](#_Toc461135324)

[4.3. Cenário de Cooperação e Coordenação em 2008-2009 78](#_Toc461135325)

[4.4. A Reserva Federal como Credor Internacional de Último Recurso 80](#_Toc461135326)

[4.5. Cenário de Não Cooperação em 2008: Reino Unido, Holanda Vs. Islândia 84](#_Toc461135327)

[4.6. Os Resgates Financeiros e a Natureza da Governação na Industria Bancária 86](#_Toc461135328)

[4.7. A Opinião dos Cidadãos Sobre os Resgates Financeiros 87](#_Toc461135329)

[4.8. Enquadramento Teórico 88](#_Toc461135330)

[4.8.1. Interesse Próprio Económico 89](#_Toc461135331)

[4.8.2. Transferências de Fundos Através de Impostos 89](#_Toc461135332)

[4.8.3. Redução das Despesas Nacionais 90](#_Toc461135333)

[4.8.4. Empréstimos 90](#_Toc461135334)

[4.8.5. Preço dos Ativos Financeiros 90](#_Toc461135335)

[4.8.6. Disposições Sociais e Traços Humanos 91](#_Toc461135336)

[4.8.7. Orientação Partidária 91](#_Toc461135337)

[4.9. Análises Práticas: Estados Unidos da América e Reino Unido 92](#_Toc461135338)

[4.10. Desafios e Incerteza 94](#_Toc461135339)

[Conclusões 97](#_Toc461135340)

[Bibliografia 104](#_Toc461135341)

**ÍNDICE FIGURAS**

[Figura nº 1. Organograma Simplificado do GES em Junho de 2014 63](#_Toc461135342)

**ÍNDICE TABELAS**

[Tabela 1: 5 Principais Utilizadores de TAF, em mil milhões de Dólares 37](#_Toc461135343)

[Tabela 2: Analise Comparativa entre Recapitalização Pública e Medidas de Resolução no caso BES 70](#_Toc461135344)

[Tabela 3: Central Bank Liquidity Swaps Lines (CBLS) - Empréstimos por Bancos Centrais Estrangeiros, em mil milhões de Dólares 79](#_Toc461135345)

[Tabela 4: Term Securities Lending Facility e TOP participantes, em mil milhões de Dólares 80](#_Toc461135346)

[Tabela 5: Valores Acumulados dos Programas, em mil milhões de Dólares 87](#_Toc461135347)

# *Agradecimentos*

Antes de mais, quero apresentar os meus humildes agradecimentos em primeiro lugar ao Prof. Doutor João Rodrigues que aceitou ser orientador deste trabalho de investigação aqui desenvolvido. Agradeço-o pela força de vontade e espírito de trabalho demonstrados desde do início desta caminhada até o fim, que de certa forma influenciou positivamente a minha pessoa e os resultados obtidos no processo de investigação. Em segundo lugar, agradeço a minha família e a confiança inabalável que sempre depositaram em mim e em terceiro lugar ao meu grande amigo, irmão e colega da licenciatura em Relações Internacionais Alex Trindade, pela motivação e as discussões que mantivemos ao longo deste trabalho de investigação. Sem esquecer também dos amigos Denilson Paulino e Jhunior Silva da Faculdade de Direito da Universidade Coimbra.

# Sumário

Crises económicas e financeiras, sempre ocorreram ao longo da história. Umas mais profundas do que as outras, as crises financeiras e económicas sempre foram um desafio quer do ponto de vista dos legisladores, reguladores ou mesmo dos governos como também para a elite académica, empresarial e principalmente para o cidadão comum. Este trabalho tem por objetivo analisar os resgates financeiros em tempos de crises financeiras e económicas. Uma vez que o sistema financeiro faz parte da infraestrutura que é a economia, em tempos de crises financeiras é urgente a atuação dos Estados e dos seus respetivos bancos centrais para a contenção dos potenciais efeitos negativos que podem pôr em causa a estabilidade financeira do país e afetar o bem-estar social de toda a nação.

Na medida em que os resgates financeiros são alvo de enorme controvérsia, quer por parte dos cidadãos comuns quer da elite política e académica, a verdade é que, uma intervenção no sistema financeiro por parte do Estado (programas de recapitalização ou nacionalização), ou por parte do banco central (programas de facilidade de liquidez, empréstimos e etc.) nunca consegue agradar a todos. Contudo, proteger e salvaguardar os interesses dos cidadãos com base na segurança dos serviços prestados pelo sector financeiro de uma economia deve ser e na realidade é o desígnio da governação político-económica ao mais alto nível do Estado.

O nosso foco para análise dos resgates financeiros em tempos de crise está na mais recente Grande Recessão iniciada em 2008. A grande e profunda recessão de 2008, com dimensões globais nunca vistas desde da Grande Depressão de 1929, colocou desafios de ordem técnica, operacional, académica e político-ideológica. A amplitude da recente crise financeira e económicas que assistimos levaram a uma maior necessidade de cooperação ao nível internacional, à criação de dispositivos de gestão e resolução de crises eficientes. A crise de 2008 incentivou a cooperação entre: i) Organizações Internacionais; ii) Países e Organizações Internacionais; iii) Instituições Nacionais de Diferentes Países e iv) Instituições Nacionais e Organizações Internacionais.

**Palavras-Chave**: resgates financeiros, imperativo categórico, Banco Central Eeuropeu, Reserva Federal, União Europeia, crise financeira e económica, grande recessão de 2008, política monetária e economia política internacional.

# Abstract

Economic and financial crises have always occured throughout history. Some of these crises have been more serious than others and they have always been a challenge for legislators, regulators, and the government, as well as for the academic elite, businessmen and for the average working citizen. This thesis will aim to analise the financial bail-outs in times of economic and finalancial crisis. In times of crisis, once the financial system becomes part of the infrastructure that is the economy, it is necessary for states and their respective central banks to take action in order to counter the potential negative effects that could cause financial instability and effect the wellbeing of the nation as a whole.

Financial bail-outs are the source of a great deal of controversy, for ordinary citizens and for the academic and political elite. The intervention of the state in realtion to the ecomony (phases of quantative- easing, loans etc) never manage to satisfy everyone. However, protecting and safeguarding the interests of citizens, by focussing on the security of services provided by the financial sector of the economy, is in fact the purpose of political and ecominic governance at its highest level.

Our focus for the analisis of the financial bail-outs in times of ecomic crisis will be the most recent Great Recession which began in 2008. The great and severe recession of 2008 had a profound global impact which had not occured on such a scale since the Great Depression of 1929. It produced immense challenges for the technical, operational, academic and ideological order of society. The severity of the recent financial and economic crisis brought about a greater need for cooperation on an international scale, and lead to the creation of efficient initiatives and resolutions to combat the crises. The economic crisis of 2008 encouraged cooperation between: i) international organizations; ii) countries and international organizations; iii) national’s institution of different countries; iv) national institutions and international organisations.

**Key-Words**: financial bail-outs, categoric imperative , European Central Bank, Federal Reserve, European Union, financial and economic crisis, great recession of 2008, monetary policy, international political economy.

# Introdução

O sistema financeiro é um sistema de extrema importância para a economia real, sendo que é o sistema que congrega os intermediários financeiros que fazem com que haja estabilidade e crescimento económico. Dos intermediários financeiros, os bancos aparecem como os mais importantes, pois são eles que têm o direito e a obrigação de fazer a manutenção de um dos elementos da soberania do Estado que é a moeda. Os bancos são as únicas instituições de crédito e os únicos intermediários financeiros que recebem depósitos dos cidadãos. Este trabalho irá debruçar-se sobre os programas de resgates financeiros nacionais e internacionais que as autoridades do Estado devem proceder aos bancos e outros intermediários financeiros em tempos de crise financeira e económica, para a salvaguarda da economia real e para evitar o risco sistémico que teria custos socioeconómicos astronómicos.

De acordo com Dell´Ariccia e Ratnovski (2013: 7,8) “resgate financeiro” é todo tipo de apoio do governo para aliviar os bancos em momentos de crises, sendo que geralmente este apoio é direto, tomando a forma de capital ou facilidades de liquidez e o parcial controlo do Estado sobre as instituições em causa. Porém, deve-se afirmar que o conceito de “resgate financeiro” tem variado em termos de definição e aplicação prática, naquilo que é a literatura político-económica e financeira internacional. Mas o que a história nos ensina sobre os resgates financeiros e a maneira como o Estado deve lidar com as crises bancárias, baseia-se na doutrina do Sir Walter Bagehot (banqueiro britânico). A regra de Bagehot diz que o Estado, para conter as crises bancárias, deve assumir o papel de credor de último recurso, emprestando livremente mas exigindo bons colaterais em troca (Rosas, 2010:6). O que as crises bancárias têm provocado é uma distinção em termos de definição e aplicação entre os “resgates financeiros” e a “regra de Bagehot”. Sempre que a indústria bancária esta em pânico, o perigo que os decisores políticos e os académicos emitem é o “risco sistémico”. Verdadeiramente, segundo Taylor (2009), o risco sistémico ainda é um conceito indefinido em termos técnicos e operacionais. E a ausência desta definição, faz com que não haja limites nos programas de regastes financeiros. Neste contexto, George Shultz, com base na sua experiencia no governo norte-americano afirma que “frequentemente o problema de lidar com os bancos em crise, pode ser sobrestimado ou pode haver uma razoável contenção da situação” (citado em Taylor, 2009: 9). Podemos ver que existe ceticismo relativamente aos programas de resgates financeiros e à maneira como os mesmos são efetuados.

O argumento aqui defendido é o de que os programas de resgates financeiros são importantes, e em tempos de crises financeiras e económicas são mesmo um imperativo categórico do Estado a ser cumprido para o bem geral. Contudo, este imperativo categórico não está isento de fiscalização e de análise. A pergunta de partida mais geral deste trabalho é seguinte: Em tempos de crises financeiras e económicas, os “programas de resgates financeiros” são um imperativo categórico do Estado? E questões as secundárias são: O que é que a história nos ensina sobre crises bancárias? Porque é que as crises bancárias começaram a ser mais frequentes depois do fim do sistema de Bretton Woods? Como é que são elaborados os programas de resgates financeiros? Que tipos de bancos e outras instituições financeiras? O custo orçamental para evitar o risco sistémico é aceitável? Qual é o impacto destes programas no crescimento económico e na vida do cidadão comum? Os resgates financeiros são acompanhados de reformas estruturais e mecanismos de monitorização ou são simplesmente, pacotes financeiros? É este conjunto de interrogações que guiará o trabalho. Este trabalho será uma combinação multidisciplinar envolvendo Economia, Relações Internacionais, História Económica, e Política Internacional, naquilo que são os estudos de Economia Política Internacional.

O quadro metodológico de investigação basear-se-á essencialmente em livros, análises de textos, documentos oficiais, artigos académicos e documentos de trabalho. Numa vertente mais quantitativa serão utilizados alguns dados estatísticos. Este trabalho apresenta-se como um contributo na área de Economia Política Internacional na medida em que vem apresentar as várias facetas dos resgates financeiros, de que são exemplos as várias definições do termo, os vários modelos de operacionalização, a opinião pública sobre os resgates financeiros e a necessidade de coordenação internacional em tempos de crise. Este trabalho congrega ainda dois estudos de caso.

# Capítulo 1: Enquadramento Teórico e Conceptual

Neste primeiro capítulo, iremos fazer um mapeamento teórico e conceptual, daquilo que é o Neoliberalismo enquanto uma corrente político-ideológico, que possuí um quadro operacional prático no que respeita ao papel do Estado na economia, quer em termos de intervenção, como de extensão. Este quadro teórico e conceptual é importante para compreendermos a relação que será estabelecida na conclusão geral com a parte mais empírica do trabalho.

## 1.1. O Neoliberalismo: Origem, Definições, Conceitos e Pressupostos

“Neoliberalismo é em primeira instância uma teoria de práticas políticas e económicas que propõe que o bem-estar humano pode ser melhorado, através da liberdade empresarial e técnica dos indivíduos num quadro caracterizado por forte regulação dos direitos de propriedade privada, mercado livre e comércio livre” (Harvey, 2007:2).

O neoliberalismo como teoria económica que conhecemos hoje é fruto do grande esforço dos economistas da Escola de Chicago (Chicago Boys) especialmente Miltom Friedman, que dominava a teoria neoliberal na Universidade de Chicago, tendo ganho Premio Nobel em 1974 e também do grande filósofo e economista Austríaco Friedrich Hayek, com o respetivo Prémio Nobel em 1976. Tanto Friedman como Hayek defendiam a liberdade individual acima do poder estatal e que o mercado seria a melhor instituição para produzir ganhos e satisfazer as necessidades dos agentes económicos (Harvey, 2007). A ideia neoliberal sobre a liberdade individual é importante, visto que para esta corrente a liberdade é o maior triunfo da virtude humana. A liberdade para os neoliberais assume um carácter estritamente de liberdade negativa ou seja o Estado não deve intervir nas atividades dos indivíduos.

Também é importante aqui referir que ligado a Friedrich Von Hayerk e ao Milton Friedman, muitas vezes esta associada a corrente denominada de libertarianismo. O libertarianismo é uma corrente política e ideológica hostil à intervenção dos governos, sendo que esta corrente partilha de vastos princípios ideológicos com o liberalismo clássico no que toca a supremacia da liberdade individual. Contudo, muitos teóricos libertários são contra certos princípios liberais tais como igualdade, solidariedade e responsabilidade social. Os apologistas da corrente libertária rejeitam os Estados modernos a sua utilização dita ilegítima do poder e do uso da força de forma coerciva, sendo que alguns libertários vão ao ponto de propor abolição total do Estado (Steger e Roy, 2010).

O Neoliberalismo particularmente apresenta-se como uma doutrina baseada nas verdades irreversíveis da economia moderna sobre a eficiência do mercado como autorregulador. As linhas basilares da economia moderna e da ideologia neoliberal remontam às ideias de Adam Smith e o seu grande trabalho, A Riqueza das Nações (Clarke, 2005). Mas verdadeiramente, o neoliberalismo ainda é mais profundo do que parece, pois segundo Stephanie L. Mudge (2008), as expressões neoliberais através das medidas e políticas são o resultado da interação entre o intelectual, o político e os sistemas burocráticos, que geram não só um neoliberalismo mas sim vários neoliberalismos (Mudge, 2008). Muitos concordam que o neoliberalismo tem a suas raízes nos pensamentos liberais, sendo que é aceitável afirmarmos que o neoliberalismo é uma versão modificada ou reconstruída do liberalismo tradicional.

Enquanto o liberalismo tradicional de Adam Smith considerava o mercado com sendo parte da ordem natural das coisas, os neoliberais afirmam que o mercado existe e pode existir apenas em certas condições políticas, legais e institucionais que devem ser criadas pelo Estado (Gulobovic e Gulobovic, 2012:5). O mercado é central na teoria neoliberal. De acordo com a corrente neoliberal, o mercado dever ser reconhecido como um estado natural da sociedade humana. O facto de o mercado superar o Estado, prende-se com a sua capacidade de processar de forma rápida a informação comparativamente ao Estado, através do estabelecimento de um preço de mercado eficiente que necessariamente contem todas informações necessárias para o bom funcionamento da economia. Este é o argumento neoliberal contra o socialismo, ou seja contra uma economia totalmente planeada e controlada pelo poder estatal (Mirowski, 2009:435). Muitos neoliberais, como os ordoliberias alemães afirmam que o Estado deve intervir em certos mercados disfuncionais para corrigir as imperfeições dos mesmos de modo a facilitar a formação dos preços eficientes e garantir ganhos.

As prescrições basilares da doutrina neoliberal, segundo o economista John Williamson, com base nas medidas políticas que as instituições financeiras internacionais, tais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BM) estavam à aplicar nos países endividados da América Latina nos anos setenta e oitenta, são as seguintes: disciplina fiscal; liberalização financeira; liberalização comercial; abertura total das economias aos movimentos de capital; privatização da totalidade das empresas e desregulamentação (Plihon, 2004:39). Recorrendo as observações mais específicas, vejamos as propostas por parte de Steger e Roy (2010): garantia de disciplina fiscal e o limite ao défice orçamental; a redução da despesa pública, particularmente nas áreas sociais, reforma fiscal, objetivando a criação de um sistema de ampla base e aplicação efetiva; liberalização financeira, com as taxas de juros determinadas pelo mercado; taxas de juros competitivas que assistam o crescimento liderado pela exportação; liberalização comercial associadas à abolição das licenças de importação e redução das tarifas; promoção do investimento direto do estrangeiro; privatização das empresas do Estado, levando a maior eficiência na gestão e performance das mesmas, desregulação da economia e por último a proteção dos direitos de propriedade privada.

A ênfase colocada na liberdade individual por parte dos teóricos económicos neoliberais exigia, por outro lado, a diminuição do papel do Estado como já foi mencionado, sendo que, para estes autores, o Estado perfeito, seria um Estado Mínimo, quer em temos de dimensão como de intervenção. Isto porque o Estado não possui informações adequadas para intervir acertadamente no mercado, e grupos de interesses poderiam tornar o Estado num mecanismo de influência e de poder para seu proveito, especialmente em democracias. Ou seja um Estado Mínimo impediria a capitulação do poder político e do aparelho do Estado (Gulobovick e Gulobovic, 2012). A minimização do Estado quer em termos de intervenção quer de dimensão seria acompanhada, pela criação dos mecanismos de mercado automáticos e sistemáticos para a resolução dos problemas económicos afastando assim qualquer tentativa de planificação central, a semelhança das economias socialistas, que por norma têm um planeamento central.

## 1.2. O Neoliberalismo e o Papel do Estado Na Economia

“Neoliberalismo é muitas vezes associado há um Estado mínimo em termos de intervenção e regulação. Contudo, sem a distinção entre tipos de intervenção, torna-se muito simplista uma ligação errada entre o neoliberalismo e um Estado mínimo” (Gulobovick e Gulobovic, 2012:12).

Umas das premissas já referidas da doutrina neoliberal, é a criação de um Estado mínimo, onde o mesmo teria um papel limitado quer em termos de intervenção, regulação e dimensão. Contudo, esta é uma das premissas contraditórias da teoria neoliberal que muitos céticos e teóricos de outras áreas utilizam para criticar os autores neoliberais. Em termos históricos e de aplicação prática e política, o marco da viragem da economia mundial em direção ao neoliberalismo, aconteceu entre 1978-1980 e prosseguiu-se ao longo das últimas décadas. Em 1978, Den Xiaoping, dá os primeiros passos na liberalização da economia chinesa, com o objetivo de nas duas próximas décadas tornar a China numa economia capitalista central totalmente aberta. Enquanto no outro lado do pacífico, Paul Volcker assume a presidência da Reserva Federal em 1979, e em pouco tempo altera drasticamente a política monetária norte-americana. A nova política monetária da Reserva Federal tem como o alvo a inflação, em detrimento de outras variáveis económicas, como o emprego. A nova política monetária de Paul Volcker ficou conhecida como “golpe de 1979”. Dada a interligação do sistema monetário e financeiro internacional, a subida das taxas de juros efetuada por Volcker, teve consequências nefastas tanto para os países do centro, como para os países da periferia do sistema internacional altamente endividados. Segundo, Gérard Duménil e Dominique Levy (2004), atitude de Paul Volcker foi o ato assertivo em direção a consolidação do neoliberalismo.

Na Europa do Norte, Margaret Thatcher é eleita primeira-ministra no Reino Unido em 1979, com objetivo de enfraquecer o poder dos sindicatos ou mesmo destrui-los e pôr fim a estagflação[[1]](#footnote-2) que atingia a economia britânica (Harvey, 2007:1). Esta perspetiva histórica serve para indicar que verdadeiramente as políticas neoliberais só podem ser aplicadas através do poder estatal. A ideia de um Estado mínimo pode ser ilusória, pois as ideias dos académicos, como as das elites financeiras e empresariais apologistas dos benefícios da agenda neoliberal, só podem ser aplicadas no terreno através da autoridade do Estado, onde devendo este ser forte e capaz de intervir para criar as tais condições pré-estabelecidas pelos neoliberais, para o funcionamento eficiente do mercado. Mas para isso os direitos de propriedade privada devem ser fortemente regulados, e sabemos nós, que só o Estado tem o império da lei. Garantindo a defesa e a segurança sobre todo o território nacional, com possibilidade de expandir esse mesmo poder além-fronteiras.

Estudos empíricos, mostram que não houve a diminuição do tamanho das despesas dos governos nas décadas do apogeu das políticas neoliberais, sendo que entre 1980 e 1996, o total das despesas dos governos em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) em cerca de 17 países capitalistas industriais avançados aumentou de 43,1% para 45,6% (Tanzi e Shcuknecht, 2000:6,7). Portanto a ideia da minimização do papel intervencionista do Estado pode ser enganadora após uma profunda análise dos pressupostos neoliberais, uma vez que o Estado é chamado a atuar em tempos de crises, intervindo em vários domínios económicos e financeiros, que à partida são contrários à doutrina neoliberal. E também, é nas crises financeiras e económicas que o mercado, supostamente eficiente e autorregulador, não consegue cumprir a sua função. Quando as crises financeiras e económicas ocorrem e os tais mecanismos eficientes do mercado falham, os neoliberais não têm um corpo teórico, técnico e operacional justificativo para tal situação, a não ser, chamar a intervenção do Estado num quadro ideológico e político de Estado exceção. Como afirma Philip Mirowski e Dieter Plehwe (2009), uma das primeiras ambições da corrente neoliberal passa pela restruturação da forma e das funções do Estado e não propriamente pela sua destruição como muitos pensam erradamente.

Contudo, os mesmos autores avançam que este ponto é uma das contradições do neoliberalismo, uma vez que um Estado moderno forte pode reunir condições para impedir a execução da agenda neoliberal e pôr assim em causa a consolidação os objetivos subjacentes (Mirowski e Plehwe, 2009: 436). A remodelação da forma e das funções do Estado acabaria por assumir uma perspetiva de uma “governação técnico-administrativa” que protegeria obrigatoriamente o mercado das possíveis interferências políticas que podem surgir. No tocante ao sistema político, sendo ele parte envolvente do Estado também seria remodelado, por exemplo a democracia deveria ser indubitavelmente configurada para aquilo que chamamos de democracia de mercado. É importante que entendamos esta premissa neoliberal, porque como avança Mirowski e Plehwe (2009) não devemos confundir a mercadorização das funções do Estado com a diminuição do seu tamanho, sendo que os processos de desregulação devem ser encarados como novos processos de re-regulação.

## 1.3. Os Incentivos Neoliberais ao Modo de Governação

“O neoliberalismo só pode ser compreendido como um feixe vencedor de ideias, simultaneamente utópico e pragmático, assente não tanto na redução do papel do Estado, mas antes na reconfiguração das suas funções” (Rodrigues, 2009: 67).

O neoliberalismo como já vimos, advoga que o Estado deve criar as condições necessárias para o funcionamento eficiente do mercado e indo mais longe, advoga de forma contraditória a minimização do papel do Estado como já foi discutido. Contudo não foram discutidos os meios para esta minimização dos governos e as profundas lógicas para este objetivo. Esta tarefa será desenvolvida nesta secção. Os teóricos liberais defendem que um mercado eficiente é capaz de suprir todas necessidades dos indivíduos e da própria sociedade. Nesta lógica, é o Estado que tem o poder para criar mercados e produtos em sectores públicos em que antes, prevalecia a lógica de provisão de bens públicos e não apenas a de financiamento dos mesmos (Rodrigues, 2009). Os neoliberais criaram aquilo que o cientista sociopolítico francês, Michael Foucault chamou de “governmentalities”, ou seja uma forma de “racional de governação, baseada em premissas, lógicas e das relações de poder (Steger e Roy, 2010). O que a corrente neoliberal traz para governação do Estado é pacto composto nomeadamente por valores empresariais de mercado, como competitividade, interesse próprio e descentralização.

A lógica de governação e gestão dos bens públicos é sujeita à lógica de mercado, neste caso de mercado livre, em detrimento das práticas convencionais e tradicionais dos Estados. O modelo de governação neoliberal recorre consistentemente às premissas e às lógicas de orientação das economias de mercado, do mundo dos negócios e do comércio onde são desenvolvidos e aplicados planos estratégicos e gestão de riscos suportados por análises de custo-benefício (Steger e Roy, 2010). Este modelo tem por objetivo cálculos eficientes com a regressão da governação política nas instâncias do poder estatal para a consolidação da chamada “boas práticas de governação”. Um outro parâmetro é a criação dos planos de trabalho altamente individualizados, introduzindo os modelos das escolhas racionais que internaliza nas estruturas do Estado um comportamento de orientação mercantil. A prerrogativa neoliberal é transformar o tradicional funcionamento burocrático dos órgãos dos Estados em entidades empresariais. Steger e Roy (2013: 13) explicitam claramente quais são os propósitos neoliberais para a gestão pública. Os mesmos autores apresentam 10 objetivos que são: Um Governo Catalítico- que mostre as direções a serem seguidas e não um remo (por remos podemos entender motor impulsionador); Governos Comunitários- para criar as condições para os indivíduos e não servi-los; Governo Competitivo- transformação de organizações orientadas por leis; Governo Focado em Resultados- financiamento dos resultados e não das forças iniciais; Governo com Orientação de Cliente- satisfazer as necessidades dos clientes e não da burocracia; Governo Empreendedor- visa ganhos e não perdas; Governo com Previsibilidade: prever em vez de curar; Governo Descentralizado- da hierarquia para a participação e trabalho de equipa e por último um Governo com orientação de mercado mudanças na alavancagem através do mercado.

## 1.4. Políticas Públicas no Quadro Neoliberal

“Nas três últimas décadas, as políticas públicas na generalidade dos países foram progressivamente orientadas por um esforço para aumentar o peso das forças de mercado, para reforçar o controlo capitalista da economia, sobretudo na área das mercadorias fictícias” (Rodrigues, 2009:58).

No que toca as políticas públicas, a proposta neoliberal baseia-se na fórmula (D-L-P) ou seja desregulação da economia, liberalização de comércio e indústria e privatização das empresas detidas pelo Estado (Steger e Roy, 2013). Sendo no que toca à política fiscal, a ambição é a redução dos impostos sobre os negócios. A lógica neoliberal contra o imposto progressivo baseia-se no argumento de que pagando menos impostos, os ricos irão aumentar os seus portefólios de investimento, o que em última instância irá gerar ganhos para toda a economia e para as classes sociais de baixo rendimento, ou seja, para os mais desfavorecidos, como advogava Milton Friedman[[2]](#footnote-3). No que toca ao projeto do Estado keynesiano de bem-estar social, a ambição é substituir este Estado de bem-estar social para um Estado de mão-de-obra, ou seja, a criação de nova forma de contratualização social com menos direitos. A reconfiguração do Estado vez mais.

“Os neoliberais argumentam que o capital possui o direito natural de circular livremente entre as fronteiras dos países. Já a mobilidade do trabalho, não goza dos mesmos direitos” (Mirowski e Plehwe, 2009:438).

No que toca aos fluxos de capital, os governos devem criar paraísos fiscais, quer domésticos, quer externos para as multinacionais que estejam dispostas a investir nos mercados nacionais. Devem também aposta na criação de novos espaços orientados pelos imperativos de mercado com objetivo de aumentar a produtividade em associação com maior flexibilidade de trabalho (políticas abraçadas por Thatcher e Reagan nos anos oitenta). A nível interno deve ser também dada prioridade à remoção dos entraves à livre circulação de capital e fluxo de comércio, com base uma integração económica e comercial quer regional quer global (Steger e Roy, 2010). A privatização das empresas detidas pelo Estado tem por base o facto dos teóricos neoliberais acharem que as mesmas são naturalmente ineficientes embora, em muitos casos as privatizações geraram mais ineficiência do que ganhos (exemplo desta ineficiência foi a privatização dos caminhos de ferro na Inglaterra durante a governação de Thatcher), pois como afirmam os autores Teles e Toshiaki (2008), os ganhos esperados dos projetos sistemáticos de privatizações, não foram verificados nos ramos dos caminhos de ferros ou nas empresas de eletricidade que, inicialmente, sob gestão pública sempre foram mais eficientes. Segundo os neoliberais, pelo facto das empresas serem públicas os seus gestores, não teriam estímulos e incentivos necessários, ou seja, as privatizações criam um conjunto de regras e instituições que são mais benéficas para as sociedades na visão dos neoliberais (Rodrigues, 2009).

## 1.5. Neoliberalismo e a Financeirização da Economia Mundial

“A Financeirização corresponde ao papel crescente das motivações financeiras, dos mercados financeiros, dos agentes financeiros e das instituições financeiras no funcionamento operativo das economias nacionais e internacionais” (Epstein citado em Amaral, 2013).

Antes de avançarmos para a análise do processo de financeirização da economia mundial, é importante revermos a performance da economia mundial antes dos processos de desregulação e globalização financeira que ocorreram a partir dos anos oitenta. De acordo com Dominique Plihon (2004:73,74), após o fim da Segunda Guerra Mundial a economia mundial conheceu em geral níveis de crescimento e de estabilidade económica e monetárias incríveis. Os magníficos progressos da economia mundial naquela época ficaram conhecidos, como os Trinta Anos Gloriosos (1945-1970). De acordo com o mesmo autor, esta época foi marcada por uma enorme regulação financeira, tendo sido a mesma imperativa para manutenção do sistema monetário internacional, o chamado sistema de Bretton Woods. Plihon, chamou à esta fase da economia mundial, de um *capitalismo fordista do pós-guerra* baseado nos seguintes alicerces: as políticas económicas-orçamentais e monetárias-ativas que tinham por objetivo assegurar a progressão regular da procura dirigida às empresas; o Estado Providência, isto é um sistema de proteção social baseado na solidariedade entre as classes sociais e entre as gerações; os sistemas financeiros administrados destinados a assegurar o financiamento da acumulação por parte do capital produtivo através do endividamento bancário a taxas de juros reduzidas e controladas pelas autoridades monetárias, (Plihon, 2004:74).

Foi neste contexto, ou seja, numa relação séria e regulada entre as entidades político-públicas e as entidades privadas, que os países conheceram ganhos significativos de produtividade; crescimento económico e melhoria do bem-estar social. É de notar que, naquela época de estrita regulação financeira, o mandato das entidades monetárias não era simplesmente a estabilidade dos preços (inflação) mas sim uma política monetária que visava a progressão da procura diferente do cenário que iremos assistir nos anos a seguir de desregulação financeira generalizada na economia mundial (Plihon, 2004:74). De facto, durante os estes trinta anos de estabilidade e crescimento económico, as crises bancárias foram inexistentes, os intermediários financeiros fortemente regulados e sujeitos à uma contínua monitoração e supervisão, serviam a economia de forma exemplar. Pois, no que toca aos bancos, nos Estados Unidos da América (EUA), a Glass-Steagal Act de 1933 ainda presente até os nos noventa, fazia a separação entre a banca comercial e a banca de investimento, sendo revogada e substituída pela Gramm-Leach-Bliley Act em 1999 (Crawford, 2011).

Segundo Peck e Tickell (2002), o neoliberalismo desenvolveu-se em três fases nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido. A primeira fase é o proto-neoliberalismo, que consiste no retorno da ideologia do mercado livre à ciência económica. A segunda é o neoliberalismo ofensivo, caraterizada pela necessidade da redução da intervenção do Estado e a afirmação do mercado e a terceira e última fase, o neoliberalismo mitigado, em que são envidados esforços para gerir as consequências negativas e as externalidades sociais significativas de uma economia de mercado (Peck e Tickel, 2002:388). Alguns autores advogam, a financeirização com sendo a última fase do neoliberalismo, contudo podemos observar que a financeirização possui traços marcantes convergentes com a fase ofensiva avançada por Peck e Tickell (2002). Podemos, ver que as grandes ondas de liberalização, privatização, desregulação e modernização do sector financeiro que se processaram nos anos setenta e oitenta tiveram como objetivo claro a reconfiguração do papel do Estado na economia.

 “As grandes empresas não cometem erros, em última instancia se cometerem erros não devem ser culpadas por eles” (Mirowski e Plehwe, 2009:438).

A outra face da financeirização da economia mundial prende-se com a postura e estruturas das empresas multinacionais. O caso mais extremo, através da influência de Escola de Chicago na lei norte-americana que considera as grandes empresas como pessoas. O avanço do neoliberalismo a escala global também deveu-se ao papel destas multinacionais, pois num quadro de desregulação ou re-regulação e de livre mobilidade de capitais, estas empresas conseguiram expandir os seus mercados e as doutrinas capitalistas. O “mercado para inovação” foi o slogan adotado pelos neoliberais para favorecerem o poder das grandes empresas. Os liberais clássicos são contra os monopólios, pois argumentam que os monopólios são características intrínsecas das áreas de mercado mal geridas entre os Estados e os diferentes grupos privados (Mirowski e Plehwe, 2009). Os Estados Unidos da América (EUA) que nas décadas anteriores aos anos setenta tinham uma posição assertiva e agressiva em relação aos grandes monopólios, nos anos seguintes mudaram de paradigma. A nova engenharia das grandes empresas com base em um novo modelo de integração menos vertical, baseado na subcontratação ou externalização de canais de fornecimento e principalmente nas recompensas financeiras astronómicas (em formas de bónus e comissões aos gestores) também garantiu que a economia mundial entrasse rapidamente no processo de financeirização.

Quando o modelo *capitalismo fordista do pós-guerra* entra em crise nos setenta, assistimos a uma nova regulação macroeconómica internacional, e a partir de 1979, a prioridade é dada à luta contra inflação. Assistimos verdadeiramente, A criação das bases necessárias para o avanço da financeirização da economia mundial. Não devemos esquecer que os anos setenta e oitenta são marcados pelas políticas (D-L-P) da agenda neoliberal. Porém, Plihon (2004) argumenta que o novo modelo capitalista, que surgiu com a morte o modelo fordista do pós-guerra, é um modelo de capitalismo dominado pelos acionistas, baseado numa nova partilha de riqueza dentro das empresas, em que os acionistas e os novos investidores institucionais assumem um papel determinante na gestão das empresas, sendo que os modelos de gestão empresarial estão subjacentes ao aumento valor das ações das mesmas (quase uma política maquiavélica de obtenção de lucros na demonstração dos resultados). Podemos ver que esta nova fase do capitalismo em conjugação com os esforços das políticas (D-L-P) garantiram a perda da autonomia das políticas estatais face aos mercados financeiros, consolidando assim os processos de financeirização com fortes consequências para as economias. Plihon expõe a questão da seguinte maneira “a partilha dos rendimentos entre o trabalho e o capital é também fortemente afetada, com a redução do peso dos salários no valor acrescentado, e simetricamente o aumento dos rendimentos do capital” (Plihon, 2004:77).

O avanço do neoliberalismo através da financeirização da economia mundial, trouxe consigo consequências nefastas para o projeto keynesiano de bem-estar social e também na desvalorização da força de trabalho. Uma das críticas do marxismo ao capitalismo prende-se precisamente sobre a negação que os trabalhadores sofrem à quando da partilhada do valor ou da riqueza acrescentada, (nas palavras de Karl Marx, da “Renda”). Porém, os teóricos neoliberais advertem que a desigualdade social que reina no seio da economia capitalista de mercado é necessária para o seu próprio desenvolvimento. Philip Mirowski e Dieter Plehwe (2009: 438) põem a questão da seguinte maneira: “os neoliberais vêem a desigualdade de recursos económicos e dos direitos políticos não como um infortúnio produto do capitalismo mas sim, como uma característica funcional necessária das suas ideias de mercado”.

# Capítulo 2

Após explorarmos o nosso quadro teórico e conceptual, partimos para uma análise mais empírica deste trabalho que congrega este capítulo e todos os outros consecutivos até a conclusão geral.

## 2.1. Os Intermediários Financeiros e as Crises Financeiras e Económicas (2007/2008)

“Na minha visão, o melhoramento da política monetária, não é certamente o único fator que tem contribuído para a Grande Moderação. Em particular, eu não considero a diminuição na volatilidade macroeconómica das últimas duas décadas como sendo primeiramente o resultado de boa sorte. Como alguém argumentou, estou seguro de que a boa sorte também teve o seu papel” Ben Bernanke (2004).

Nas décadas de oitenta e noventa, a economia mundial conheceu numerosas crises bancárias e cambiais, ou seja crises financeiras só com paralelo nos anos trinta. Nos últimos trinta anos, crises financeiras ocorreram com grande frequência. Um estudo contabilizou cerca de 117 crises bancárias sistémicas em 93 países entre 1970 até os inícios de 2000. As despesas públicas dos programas de regastes financeiros foram significativas em termos do PIB e do impacto sobre os contribuintes. Em média os governos gastam cerca de 12.8% do PIB em intervenções para a restauração da estabilidade financeira (Woods e O’Conneil, 2011). A crise financeira e económica de 2008 denominada da “Grande Recessão” apresentou novas características, nomeadamente o envolvimento de bancos e consumidores a uma escala global (Niepman e Schmidt-Eisenlohr, 2010:21).

O ano 2000 foi marcado por um tempo de calmaria e bons ventos, ou seja estabilidade financeira e crescimento económico. Nas palavras de Ben Bernanke, um economista famoso de Princeton e até então o Presidente da Direção da Reserva Federal dos Estados Unidos da América (EUA), o segundo milénio marca a fase de Grande Moderação. Não só Bernanke concordava que a fase da instabilidade já tinha passado, como também Robert Lucas, um renomado economista da Universidade de Chicago, laureado Prémio Nobel em Ciências Económicas e Empresariais pelo Banco de Suécia, afirmou num discurso perante a Associação Americana de Economia que “O problema central da prevenção das depressões foi resolvido, para todos os efeitos prático e ficou de facto resolvido para muitas décadas” (citado em Wolf, 2015:39). De certa maneira, dentro da comunidade académica, do mundo empresarial e para os decisores políticos a depressão económica o surgimento de uma nova crise era inconcebível, dada a estabilidade económica e financeira desde de 1999 até o segundo milénio. Embora em 2001-2002 a economia norte-americana tenha sofrido uma certa instabilidade no que toca à evolução, transformação e crescimento de empresas no sector das tecnologias, que ficou conhecida como a bolha das empresas dot.com.

## 2.2. A Origem da Crise Financeira e Económica de 2008 nos EUA

“(…) crises financeiras, à semelhança da Segunda Guerra Mundial, podem surgir de repercussões inesperadas de decisões idiossincráticas, tomadas sem a completa consciência das suas ramificações. Elas resultam não somente de fatores sistémicos mas também da decisão humana” (Eichengreen, 2015:4).

Neste ponto iremos analisar as causas da crise financeira e económica nos Estados Unidos da América (EUA) em 2008. Para este efeito iremos partir do específico para o geral, sendo que inicialmente falaremos da alavancagem, titularização, crédito hipotecário e crédito subprime na economia norte-americana e depois faremos um mapeamento geral da crise.

## 2.3. Alavancagem, Titularização, Crédito Hipotecário e Crédito Subprime

“ (…) Mas a alavancagem pode criar uma ameaça existencial se os investimentos em questão correrem mal” (Eichengreen, 2015:172).

O resultado do processo desregulação financeira nos Estados Unidos da América (EUA) foi um crescimento económico baseado num processo vicioso e cíclico de endividamento. A alavancagem é o uso de vários instrumentos financeiros, ou capital emprestado, como margem para aumentar o potencial retorno de um investimento, ou por outras palavras, é o tamanho da dívida usada para financiar os ativos da empresa. Sendo que uma empresa com mais dívidas do que capital próprio dever ser considerada como altamente alavancada.

As medidas de desregulação financeira permitiram um aumento em termos de tamanho, complexidades e de alavancagem das instituições financeiras norte-americanas. Enquanto em 1974 indústria financeira dominava 4% do PIB nacional dos Estados Unidos da América (EUA) em 2006 já ocupava 8.3%. O grande crescimento do sector financeiro foi financiado consideravelmente não por aumento de capital próprio por partes dos bancos e outras instituições financeiras, mas sim através da dívida. A dívida era à base de empréstimos com taxas de juros fixas, normalmente de curto prazo através das grandes empresas, fundos mútuos, governos estaduais e municipais, agências governamentais e também bancos. Os grandes bancos tinham o melhor acesso ao mercado monetário grossista. Com a diversificação dos seus negócios as instituições financeiras investiram em controlos internos. Os controlos internos possibilitavam as empresas argumentarem que estavam na melhor posição de gerir o risco (Eichengreen, 2015:73). Isto não se veio a revelar uma verdade na mais recente crise financeira.

Grandes bancos criaram *Special Purpose Vehicle (SPV)[[3]](#footnote-4)* que utilizaram para retirar os ativos com riscos nos seus balanços, minimizando assim a quantidade de capital que a instituição mãe (os bancos) tinha de deter para as suas operações. Estes grandes bancos eram incentivados a reduzir o seu rácio de capital e aumentar a sua alavancagem. Segundo Eichengreen o facto de os bancos serem considerados “demasiado grandes para falir” (*too big to fail*), tornava-os aptos para um resgate num cenário de crise, e esta presunção encorajou os gestores destas instituições a assumirem uma maior exposição ao risco (Eichengreen, 2015:73). Mas atenção que a alavancagem não foi somente uma doença do sistema financeiro norte-americano, já que os bancos europeus também seguiram as mesmas pisadas. O crescimento económico dos últimos anos nos países do centro do sistema internacional foi baseado na alavancagem das famílias, empresas financeiras e não financeiras.

## 2.4. Os Ganhos da Alavancagem

O caso extremo de endividamento foram os dos bancos de investimento Bear Stearn[[4]](#footnote-5) e Lehman Brothers[[5]](#footnote-6), ambas instituições financeiras em que, tradicionalmente o negócio era a transação de títulos em representação dos seus clientes. Historicamente, estas duas instituições retinham enormes quantidades de reservas e limitavam riscos nos seus portefólios de investimentos. Devido a extrema concorrência vinda dos bancos comerciais, moveram-se para negócios mais arriscados (Eichengreen, 2015:73). Em 2007, o típico banco comercial nos Estados Unidos da América (EUA) tinha um rácio de alavancagem na ordem de 12:1 (12 para 1), medido com base no rácio de ativos sobre capital próprio dos acionistas. O Lehman Brothers tinha um rácio de alavancagem de 30:1 e Bear Stearns de 33:1. Um rácio de alavancagem de 33 quer dizer que uma diminuição do valores de ativos em apenas 3% pode diminuir brutalmente o capital dos acionistas e consequentemente destruir a empresa, se a mesma for obrigada a assumir as perdas. O modelo de gestão que reinava nestas instituições financeiras, não visava impossibilitar problemas de liquidez e nem possuía uma vertente de gestão de longo prazo. Se nos investimentos arriscados tudo dava certo, os gestores ganhavam bónus altíssimo. Na medida em que os grupos dos diretores, que representavam os acionistas, deviam ter como objetivo uma gestão adversa à exposição excessiva ao risco, na maior parte das vezes os mesmos não tinham acesso a informação e nos casos em que possuíam esse acesso era limitado (Eichengreen, 2015:74).

Em Junho de 2007 dois fundos de pensões do Bear Stearns que investiram grandemente em *Collateralized Debt Obligartions*[[6]](#footnote-7) (CDO) estavam encurralados e pediram um resgate a empresa mãe. Em finais de Maio, Bear Stearns conseguiu garantir que uma parte dos detentores das contas na *High Grade Structured Credit Stratégies Enhanced Leverage Fund* tivesse o capital de volta. Estes fundos utilizaram os seus colaterais e também o bom nome da empresa mãe para obter créditos nas outras empresas financeiras. A diferença entre o custo do crédito e o retorno em títulos com notação AA[[7]](#footnote-8) e AAA[[8]](#footnote-9) era pequena, mas num somatório de vários títulos ainda era um rico retorno do capital próprio investido. Por esse motivo é que a alavancagem do portefólio era atrativa (devido aos ganhos esperados), verdadeiramente era a essencial parte da estratégia (Eichengreen, 2015:172). Em 20 de Junho, Merrill Lynch preocupado com os seus problemas, apoderou-se de 850 milhões de dólares de colateral do Bear Stearns. Lehman Brothers fez o mesmo em seguida. Bear Stearns teve de garantir 1.6 mil milhões de dólares do seu próprio capital para suportar os seus dois fundos de investimento que estavam com graves problemas. Infelizmente em 31 de Julho o banco pediu proteção de bancarrota para os mesmos fundos (Eichengreen, 2015:172).

## 2.5. A Titularização

A *Securities Exchange Comission* (SEC) dos Estados Unidos da América (EUA), em 2004 aboliu a imposição de capitais mínimos às instituições financeiras de corretagem, sendo que a mesma medida foi adotada na União Europeia (UE). No espectro do sistema financeiro norte-americano havia um grupo de bancos denominado de “The Big Five”. Este grupo era composto pelos seguintes bancos: Bear Stearns; Merry Lynch; Morgan Stanley; Lehman Brothers e Goldman Sachs. A verdade é que a abolição de capitaís mínimos para as corretoras só foi possível através da pressão deste grupo de instituições financeiras (Eichengreen, 2015:76). Os “Big Five” eram os líderes na utilização de SPVs, para tirar os ativos problemáticos nos seus balanços, sendo que assim, estariam livres de manter capitais que suportassem os mesmos investimentos. Os SPVs eram empresas robôs, sem empregados e nem existência física. Estas empresas só existiam com a finalidade dos bancos procederem à titularização dos empréstimos hipotecários ou cartões de créditos para depois venderem os novos instrumentos estruturados e complexos aos investidores a nível mundial. Como atrás afirmamos, os SPVs foram criados com objetivo das grandes instituições financeiras procederam à aquisição de ativos ou ao financiamento de investimentos com algum risco.

Se um SPV não era apto para pagar juros dos novos títulos (dos novos produtos estruturados e complexos) por causa de um incumprimento no pacote, por exemplo de um empréstimo bancário, neste caso seria detentor do título que estaria em apuros. (Eichengreen, 2015:75). Podemos ver que os SPVs eram um mecanismo de transferência de riscos, ou seja, no momento em que as instituições financeiras criavam novos produtos e os vendiam aos investidores à escala global, um potencial risco de incumprimento de qualquer ativo que fosse, geraria enormes perdas quer para o comprador quer para detentor final do produto financeiro. Muitos investidores sabendo desse potencial risco, recorreram aos seguros sob a forma de *Credit Default Swaps* (CDS) para assim se protegerem de eventuais cenários de incumprimentos.

“A transformação destes empréstimos em produtos secundários tornou opacas as folhas de balanço dos bancos. Assim, ninguém sabe qual é a verdadeira escala de responsabilidades financeiras de quaisquer bancos” (Ferreira do Amaral et al., 2013:27).

Este processo de fabricação de produtos financeiros tóxicos (instrumentos financeiros estruturados e complexos) funcionou até um certo momento. A partir do momento em que os SPVs tiveram problemas, todos sabiam que iriam à falência. O crescimento explosivo de SPVs revela de certa forma o grande processo de titularização dentro do sistema financeiro norte-americano. Os bancos em vez de guardarem no seu balanço, os créditos hipotecários, os empréstimos aos estudantes, os empréstimos para compra de automóveis ou os empréstimos às grandes empresas, transformavam estas rúbricas em títulos que eram vendidos aos outros investidores (Eichengreen, 2015:75). Ao venderem esses empréstimos já estruturados em novos instrumentos financeiros, estavam aptos para conceder mais empréstimos e aplicar o mesmo processo, consecutivamente.

Os instrumentos financeiros resultantes desta transformação eram os *Collateralized Debt Obligation* (CDOs)[[9]](#footnote-10). Em cooperação com as agências de notação financeira os CDOs conseguiram obter notação de AAA[[10]](#footnote-11), assim sendo seriam vendidos não somente para os investidores particulares como aos fundos de pensões e empresas de seguros e outros investidores institucionais, que pelos seus mandatos só poderiam investir em instrumentos de notação financeira elevada. Agora a titularização dos empréstimos hipotecários era o novo fenómeno. As empresas de seguros emitiam seguros de um certo retorno financeiro aos compradores dos novos títulos garantidos por hipotecas *Mortgage Backed-Securities* (MBS) caso ocorresse algum incumprimento no pagamento das tranches. Porém os mesmos CDOs começaram a ser transacionados mais de uma vez. O que nos levar a concluir que osconflitos de interesse e especulação dominavam a indústria financeira norte-americana. Dos CDOs normais, passamos aos “Synthetic CDOs”, em que os pagamentos das tranches ao detentor do produto financeiro não eram baseados nos empréstimos hipotecários que constavam no pacote mas sim no portefólio dos *Credit Default Swaps* (CDS). Os CDSs são contratos de seguro que pagam ao detentor do instrumento financeiro, em caso de uma situação específica, como por exemplo incumprimento de obrigações hipotecárias. Na realidade, estes contratos eram emitidos por muito dos mesmos bancos de investimentos que faziam parte do negócio de titularização. Estes contratos eram baseados única e exclusivamente na promessa do emitente de que pagaria ao comprador em caso de um possível incumprimento (Eichengreen, 2015:76).

Em 2005, estimava-se que o total do valor de CDOs excedia 1.3 mil milhões de dólares. Mas a verdade é que poucas pessoas tinham o conhecimento do total destes instrumentos, e muito menos de que quem os possuía. O mesmo para os contratos de seguro (CDS). Num estudo conduzido pela International Swaps and Derivates Association (ISDA) sugeria que existiam cerca de 17 biliões de dólares de CDSs em transação em 2005. O que é curioso e era perigoso é que a média anual do PIB dos Estados Unidos da América (EUA) é 15 biliões de dólares, e a indústria dos produtos financeiros complexos e opacos era quase do valor do PIB norte-americano. O resultado deste processo, foi um aumento brutal de fluxo de crédito para os mercados financeiros dos Estados Unidos da América (EUA), em particular para o mercado das construções. Hipotecas e dívidas não hipotecárias cresceram de forma abrupta nas últimas três décadas. Entre 2000 e 2001 as dívidas não hipotecárias em percentagem do PIB norte-americano cresceram lentamente, mas por outro lado o crescimento das dívidas hipotecárias foi explosivo.

## 2.6. A Explosão da Bolha Imobiliária e o Romper da Crise Financeira e Económica de 2008

O PIB norte-americano aumentou significativamente até o fim de 2006, e continuou em 2007. Contudo no quarto trimestre de 2007, regista-se uma queda do produto, aumentando de forma modesta na primeira metade de 2008, mas no último trimestre de 2008 há novamente uma má performance económica. A produção industrial nos Estados Unidos da América (EUA) cresceu robustamente desde do início do segundo milénio, contudo houve uma estagnação em 2007 e valores negativos em 2008 (Miron, 2009:3). As vendas a retalho também seguiram o mesmo caminho da produção industrial. No que toca ao emprego, houve uma diminuição suave em 2007, mas o crescimento do emprego conheceu valores negativos em Dezembro de 2007.

Como podemos ver, a desaceleração do crescimento da economia norte-americana começou em geral no segundo semestre de 2007 e fortemente no início de 2008. Em parte como resultado de uma política monetária da Reserva Federal nos finais dos anos noventa, os preços das casas acompanharam a expansão da economia. Com base nos dados aqui revelados, podemos agora compreender, o caminho seguido pela economia norte-americana nos últimos 10 anos, sendo que desta forma podemos mais claramente compreender a crise financeira e económica de 2008/2009. Crises financeiras graves que levam a intervenção dos governos não são um fenómeno novo. Dois aspetos da globalização financeira conduziram à Grande Recessão de 2008/2009. Em primeiro lugar, os balanços das instituições financeiras tornaram se cada vez mais interligadas a nível internacional. Como resultado, a crise pôde espalhar do sector financeiro de um país para outros países, um fenómeno conhecido como “contagio”. Em segundo lugar, houve um avanço maciço de operações bancárias além-fronteiras (Niepman e Schmidt-Eisenlohr, 2010/11:21). O avanço maciço das operações financeiras além-fronteiras só foi possível através da globalização também financeira alicerçada nas novas Tecnologias de Informação e Comunicação (TICs).

O Presidente da Reserva Federal, Bernanke afirmou categoricamente que os impactos sobre a economia, o sistema financeiro e mercado de trabalho dos Estados Unidos da América (EUA) seriam limitados. “O impacto na economia e nos mercados financeiros relativamente aos problemas dos créditos subprime parece estar sob controlo” afirmou Bernanke em Março de 2007. Num comunicado perante um grupo de empresários um mês depois, o secretário do Tesouro norte-americano Henry Paulson afirmou: “nós fizemos claramente, uma grande correção no mercado do imobiliário….eu não vejo instabilidades no mercado dos empréstimos subprime criarem sérios problemas. Eu penso que estará sob controlo” (citado em Eichengreen, 2015:169). Verdadeiramente ambas as afirmações dos altos responsáveis da economia dos Estados Unidos da América (EUA), não viriam a coincidir com a realidade. O impacto no mercado dos empréstimos hipotecário, acabou por ter efeito ricochete no sistema financeiro devido ao aumento da taxa de alavancagem e no desenvolvimento do sistema bancário sombra[[11]](#footnote-12), que funcionava mas sem a mínima regulação (Eichengreen, 2015:171). As consequências afetariam especialmente: os bancos que armazenaram CDOs na expectativa de vendê-los; os SPVs que estavam carregados de títulos com tranches especulativas de elevados riscos, os emitentes de obrigações financeiras e para as empresas especialistas em CDSs como a *American Internacional Group* (AIG) que concedeu seguros a estes contratos (Eichengreen, 2015:171). Se os mercados dos CDOs e CDSs estavam bloqueados, a transação dos créditos subprime e empréstimos hipotecários convencionais poderiam ficar em causa, causando assim um efeito de “feed back” no mercado das habitações. Neste cenário seriam afetados os mercados de papel comercial[[12]](#footnote-13); o mercado monetário dos fundos mútuos; o sistema bancário e em última instância a economia real. (Eichengreen, 2015:171).

“A bolha alimentava-se em si mesma, como as bolhas fazem. Mais casas compradas significava altos preços das propriedades, o que encorajava os bancos e as instituições não bancárias a emprestar contra o colateral de casas sobrevalorizadas” (Eichengreen, 2015:77).

As famílias e os indivíduos que contraíram empréstimo subprime[[13]](#footnote-14), na medida em que não tinham histórico de créditos, compraram casas que eles só podiam manter se houvesse uma valorização da propriedade, possibilitando-os refinanciar e retirar o capital próprio do investimento. Muitas casas eram compradas com um diminuto pagamento das primeiras prestações da hipoteca. Com uma pintura rápida, as casas eram postas de novo no mercado. Muitos indivíduos com dinheiro compravam múltiplas propriedades na medida em que a especulação invadiu o mercado imobiliário (Eichengreen, 2015:77). A especulação no mercado das habitações e a bolha imobiliária eram de tal forma que a *Discovery Home Channel* lançou um programa cujo o nome era “Flip That House”, em que em cada episódio era mostrado um grupo de indivíduos que compravam uma propriedade por um baixo valor, e pintavam-na rapidamente e voltavam a vendê-la mais cara lucrando com a diferença de preços. No estalar da crise, a medida que as famílias não conseguiam pagar as suas hipotecas, muitas casas foram penhoradas pelos bancos. De acordo com Louçã e Caldas (2009), cerca de 300 mil famílias norte-americanas perderam as suas casas no início da crise.

## 2.7. As Empresas de Empréstimos Hipotecários à Deriva em 2007

De certa maneira, dentro da comunidade académica, do mundo empresarial e para os decisores políticos a depressão económica era coisa do passado. Em 2005 e 2006, foram os anos de revisão em alta e de oscilação dos preços das casas nos Estados Unidos da América (EUA). No quarto trimestre de 2005, os preços caíram para 1% e no primeiro trimestre de 2006 caíram para 3.3%. Segundo Eichengreen (2015:167), a primeira queda podia ser vista como normal no que toca ao mercado das habitações, contudo as duas quedas consecutivas não poderiam ser ignoradas. Embora os preços das casas tivessem caído em 2006, a economia norte-americana continuava em expansão, o que parecia que as coisas estavam bem, não despertando grande atenção dos decisores políticos, gerando assim um atraso nas respostas políticas à crise que veio a ocorrer.

A primeira empresa norte-americana a ter graves problemas devido a exposição aos créditos subprime foi a Ameriquest Mortagage Company, que por curiosidade foi a empresa criadora deste tipo de empréstimos. Ameriquest era a maior concessionária de empréstimos hipotecários nos Estados Unidos da América (EUA) até 2005, sendo que no início da crise, a empresa fechou quatro das suas agências e mandou para o desemprego 4 mil pessoas. A seguir a falência bateu a porta da Mortgage Solutions Home, que foi a primeira a oficializar de forma legal a falência em 2007. Depois seguiram-se outras empresas como American Freedom Mortgage, American Home Mortgage e a New Century Financial. Perante esta onda de falências, não era claro o impacto deste processo para economia norte-americana, pois toda a gente se apercebeu que o preço das casas deixou de subir, mas poucos compreendiam as verdadeiras consequências que estas quedas teriam para a economia real (Eichengreen, 2015:168).

No quarto trimestre de 2007, os preços das casas caíram cumulativamente, na ordem dos 9%.Os empréstimos hipotecários de grandes valores foram concedidos às famílias na expectativa de que o preço das casas continuasse a subir. A taxa de juro destes mesmos empréstimos eram reajustáveis, porém a estratégia de investimento no mercado imobiliário (comprar à baixo valor, e vender num valor superior e lucrar com a diferença) já não funcionava num ambiente de queda sistemática de preços (Eichengreen, 2015). Nas condições em que o mercado se encontrava, houve uma queda na concessão de empréstimos hipotecários, em que os corretores de bolsa que ganhavam enormes comissões entraram em pânico.

## 2.8. A Resposta Política à Crise Financeira e Económica nos EUA em 2008/2009

Segundo Eichengreen (2015:171) CDO, SPVs e CDS era um conjunto de acrónimos que não faziam parte da gramática dos professores de economia da Universidade Princeton. Sendo que em nenhuma instância estes produtos financeiros estruturados e complexos foram incorporados nos modelos de economia da Reserva Federal. Os técnicos ao serviço de Ben Bernanke eram na maior parte graduados em departamento de economia nas universidades e não conheciam as práticas dos bancos de investimentos.

## 2.9. A Política Monetária da Reserva Federal

A Reserva Federal norte-americana, criada em 1913 possui um estatuto ambíguo, sendo que a *Federal Reserve System* é composta por 12 *Federal Reserve Banks* coordenados por um *Board of Governors* com sede em Washington. Os bancos que compõem o sistema são propriedade dos bancos comerciais, que recebem dividendos anuais, mas dependem de facto do governo (Louçã e Caldas, 2009). Compreender a origem e estruturas da Reserva Federal é importante para compreender o seu papel crucial na economia dos Estados Unidos da América (EUA) e a atuação agressiva e miraculosa durante a crise financeira e económica de 2008, como um verdadeiro credor de último recurso quer nacional quer internacional.

A Reserva Federal norte-americana possui um quadro técnico simples mas eficaz em termos de política monetária. As ferramentas da política monetária da Reserva Federal consistem fundamentalmente em: operações de mercado aberto, operações a taxas de juros à descontos e reservas mínimas sobre os depósitos bancários. No entanto, em momentos de instabilidade financeira, de acordo com a lei federal criada depois da Grande Depressão em “circunstancis incomuns e exigentes” a Reserva Federal pode conceder empréstimos não somente aos bancos como também às instituições não financeiras (Eichengreen, 2015:193). Ou seja o leque de políticas e instrumentos à adotar num cenário de crise financeira ainda é grande, e a atuação da Reserva Federal em 2008 revelou-nos isso mesmo.

## 2.10. A Reserva Federal Durante a Crise Financeira e Económica de 2008

Durante a crise financeira, com base no argumento jurídico de “circunstâncias incomuns e exigentes” a Reserva Federal americana levou a cabo um programa de resgate financeiro avaliado em cerca de 7.7 biliões de dólares segundo a Bloomberg. Porém, James Felkerson da Universidade de Missouri na Cidade de Kansas, afirma que o total dos regastes esta por volta de mais de 29 biliões de dólares (Felkerson, 2011). Logo no romper da crise financeira, a Reserva Federal agiu rápida e agressivamente cortando a taxa de juro federal a que os bancos emprestam os fundos depositados na Reserva Federal uns aos outros de 5.25% em Agosto de 2007 (data em que BNP Paribas indica estar com problemas) para zero em Dezembro de 2008. Em seguida diminui o spread entre taxa de juro primária de empréstimos nas operações de desconto. Por outro lado aumentou a maturidade do empréstimo de um dia[[14]](#footnote-15) para até 30 dias. Em 16 Março de 2008, o spread foi drasticamente reduzido para 2.5% e o período aumentado até 90 dias (Felkerson, 2011:3).

Face à falta de impacto das políticas convencionais da Reserva Federal na sua função de credor de último recurso no sistema financeiro norte-americano, o responsável pela política monetária dos Estados Unidos da América (EUA) recorreu à elaboração e a implementação de medidas não convencionais. O objetivo destas medidas era explicitamente melhorar as condições financeiras do mercado norte-americano através do melhoramento do processo de intermediação financeira para estabilizar a economia norte-americana como um todo (Felkerson, 2011:4).

“A mudança na composição e tamanho do balanço da Reserva Federal oferece uma melhor compreensão do escopo das ações da Reserva Federal desde o início da crise” (Felkerson, 2011).

A composição do balanço da Reserva Federal reflete os ativos e os passivos no portefólio num certo período de tempo. Para uma análise mais específica iremos ver as três fases da crise financeira na perspetiva das políticas não convencionais utilizadas pela Reserva Federal. De acordo com James Felkerson (2011), a atuação Reserva Federal foi demarcada dentro de três fases durante a crise financeira. A primeira foi a provisão de liquidez de curto prazo. Nesta fase o foco foi endereçado na provisão de fundos para os bancos solventes e outras instituições de depósito e instituições financeiras. Segundo Shakar (2009) nesta fase o objetivo era o melhoramento de liquidez agregada e também a distribuição de liquidez aos intermediários financeiros. A primeira medida a ser lançada nesta primeira fase a foi *Term Aution Facility* (TAF), anunciado em 12 De Dezembro de 2007. A TAF encontrava um enquadramento jurídico-legal dentro da atuação da Reserva Federal na secção 10b do estatuto da Reserva Federal, sendo que foi desenhada para aliviar a pressão em mercados de financiamento de curto prazo (Reserva Federal, 2007).

Tabela : 5 Principais Utilizadores de TAF, em mil milhões de Dólares

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Parent Company | Total TAF loans | Percent of total |
| Bank of America Corporation | $260 | 7.3.% |
| Barclays PLC (United Kingdom) | 232 | 6.1. |
| Royal Bank of Scotland Group PLC (United Kingdom) | 212 | 5.5 |
| Bank of Scotland PLC (United Kingdom) | 181 | 4.7 |
| Wells Fargo | 154 | 4.2 |

Fonte: (Felkerson, 2011)

A Reserva Federal foi um ator crucial atuando como um verdadeiro credor de último recurso na crise de 2008. O pico dos empréstimos juntos a Reserva Federal ocorreu em Janeiro de 2009 em cerca de 347 mil milhões dólares, enquanto o pico da dívida em aberto foi em Março do mesmo ano, em aproximadamente 493 mil milhões (Felkerson, 2011:9).

A segunda medida âmbito da primeira fase (provisão de liquidez a prazo) foi a *Term* *Securities Lending Facility* (TSLF) iniciada em 28 de Março, (esta medida será analisada e desenvolvida no capítulo 4), pois foi um programa de dimensão essencialmente internacional, que mostra a importância da cooperação internacional em tempos de crise. Em seguida é lançado TSLF *Options Program* (TOP) para facilitar acesso à liquidez em mercados de fundos durante os períodos de elevados tresse, como nos finais de Julho de 2008 (Felkerson, 2011:14). Contudo dez dias antes tinha sido lançado *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) com o objetivo de prevenir os efeitos causados pela queda de Bear Stearns na disrupção dos mercados financeiros. Este programa no total emitiu cerca de 8.950.99 milhões dólares em empréstimos. A segunda fase é marcada pelo reiniciar o fluxo de crédito através da compra de ativos. Oprimeiro programa a ser lançado nesta segunda fase foi o *Asset-Backed Paper Money Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), designado para a extensão de empréstimos aos intermediários a uma taxa de juro primária[[15]](#footnote-16) (geralmente os bancos e outras instituições financeiras que têm acesso esta taxa de juro, estão em boas condições financeiras).

Neste programa os empréstimos foram concedidos aos intermediários financeiros para que os mesmos pudessem comprar *Asset-Backet Commercial Paper* (ABCP)[[16]](#footnote-17) de alta qualidade emitidos pelos *Mutual Money Market Funds* (MMMF)[[17]](#footnote-18) . AMLF foi lançado em 19 de Setembro pela Reserva Federal de Boston. Todos os empréstimos possuíam colaterais, os mutuários e os intermediários financeiros foram obrigados a criar reservas mínimas para a operação (Felkerson, 2011:22). Já em Outubro de 2008 é lançado o *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), com o objetivo de aliviar o congelamento do fluxo de crédito às famílias e aos negócios. Este programa era autorizado legalmente pela secção 13 (3) do estatuto da Reserva Federal, na medida em que foi desenhado para melhorar a liquidez no mercado de papéis comerciais. Em Novembro de 2008 a Reserva Federal anuncia *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Este programa apresenta semelhança com o AMLF, porém o período de tempo era de cinco anos.

Para a terceira e última fase “compra de obrigações de longo prazo”- o objetivo da mesma nas palavras de Bernanke, era a de providenciar apoio para o bom funcionamento do mercado de créditos (Bernanke, 2009). Este programa consistiu na compra de *Mortgage-Backed Securities* (MBS)[[18]](#footnote-19) e aplicação de várias rondas de flexibilização quantitativa[[19]](#footnote-20). O programa envolvia a expansão das operações de mercado aberto tradicionais para dar suporte ao funcionamento do mercado de crédito através da compra de obrigações de longo prazo para o portefólio da Reserva Federal (Reserva Federal, 2011). Estas operações consistiam na compra de apenas dois tipos de obrigações de médio e longo prazo: *Agency* MBS[[20]](#footnote-21) e Obrigações do Tesouro dos Estados Unidos da América (EUA). Os dados quantitativos sobre AMLF, CPFF, TALF e dos programas da última fase e ação da Reserva Federal como um todo serão referenciados mais a frente.

## 2.11. Estudo de Caso 1: Resgate Financeiro à American International Group (AIG)

“Se Lehman Brothers podia falir! Pergunta o Congresso-Então por que razão é imperativo que AIG seja resgatada?” (Eichengreen, 2015:209).

Neste último ponto iremos analisar o caso do grande resgate financeiro que recaiu sobre a seguradora American International Group (AIG). Este estudo de caso é especificamente inserido aqui para que possamos compreender até que ponto os resgates financeiros em tempos de crises são imperativos categóricos do banco central e do Estado como os credores de último recurso numa economia.

“A queda de Lehman Brothers tinha causada uma grande instabilidade nos mercados financeiros, o balanço da AIG é muito maior. Porque AIG também tinha negócios a retalho nomeadamente seguros de famílias e empresas. Uma queda seria destrutiva para confiança” (Eichegreen, 2015:209).

American International Group (AIG) era a maior seguradora comercial e fornecedora de seguros industriais no mundo. O grupo providenciava seguros de vida e de viagem para famílias e procedia a gestão de planos de reforma para cada 1 em 10 norte-americanos. Enquanto o Lehman Brothers tinha uma dívida de 660 mil milhões de dólares, a AIG possuía obrigações avaliadas em milhares de milhões de dólares (Eichengreen, 2015:204). Baseada na sua larga experiencia em seguros comerciais e industriais, a empresa começou a vender seguros de proteção contra as *Collateralized Debt Obligartions* (CDO). O braço direito do gigante dos seguros era a AIG Financial Products Corp (AIGFP) uma das primeiras empresas a especializar-se na venda de seguros a compradores de CDO nos anos noventa. No geral o negócio de CDS era efetuado pela subsidiária AIG Financial Produtcs Corp. e a AIG Trading Group Inc. O negócio consistia na venda de alargada de seguros as tranches de altos riscos dos produtos estruturados como os CDO ou os Syntethic CDO (K. Sjostrom, Jr.∗, 2009).

Os contratos de seguro emitidos pela AIG, denominados de crédit defaul swaps ou CDS, foram inventados pela JP Morgan, com a qual AIGFP tinha realizado muitos negócios. A filial do grupo não só emitiu contrato de seguros às obrigações de alta notação como também aos CDSs garantidos por hipotecas subprime (de elevado risco de incumprimento e de especulação). Em meados de 2008, a empresa tinha emitido seguros nos valores de 500 mil milhões de dólares, o suficiente para levar a empresa mãe à ruina (Eichengreen, 2015:204). O facto de a AIG deter uma posição dominante no mercado de seguros de comércio, indústrias e de vida, garantiu ao grupo uma notação de crédito elevada, o que levou a empresa à não deter reservas para garantir os seguros dos CDOs. A AIG Financial Products, estava altamente alavancada no mercado de habitação nos Estados Unidos da América (EUA). A filial com sede em Londres expandiu os seus negócios aos bancos europeus, vendendo seguros aos bancos que tinham investido em hipotecas subprime. A proteção concedida pelos contractos de seguros (CDSs), permitiu os bancos europeus reduzirem o capital mínimo necessário contra os seus investimentos relacionados com as hipotecas subprime. Neste sentido os bancos europeus puderam expandir os seus balanços aceitando riscos adicionais.

## 2.12. O Declínio da American International Group

“Ajudar AIG foi desconfortável, mas a alternativa de uma descontrolada bancarrota poderia ter sido pior. Houve medo que AIG fosse apenas a ponta do iceberg. Além disso se a crise espalhasse a Morgan Stanley, Banco de América e Goldman Sachs, seria necessárias intervenções ainda maiores” (Eichengreen, 2015:210).

No dia 16 de Setembro de 2008, a Reserva Federal mostrou-se na disposição de resgatar a AIG. No âmbito das “circunstâncias incomuns e exigentes” a Reserva Federal poderia conceder empréstimos a um banco de investimento como o Bear Stearns, mas conceder empréstimos à uma empresa de seguros seria excecional, seja qual fosse a exigência, afirma Eichengreen (2015). Contudo tanto a Reserva Federal como o Tesouro norte-americano estavam relutantes em conceder os fundos necessários ao grupo e nesse sentido, informaram a AIG que procurasse uma solução de mercado, à semelhança da sugestão feita ao Northern Rock pelo Banco de Inglaterra. AIG tentou angariar fundos através da venda dos seus contratos de seguro para Berkshire Hathway e ações preferenciais para J.C. Flowers & Co. Contudo Warren Buffet não estava interessado e a tentativa falhou (Eichengreen, 2015). Nas palavras de William K. Sjostrom, Jr. (2009) o facto de a AIG não ter consigo arranjar fundos, com as infrutíferas tentativas de vendas dos seus ativos, levou a mesma a ser obrigada a aceitar o regate financeiro do governo federal. A Reserva Federal propôs assim a criação de um consórcio bancário juntamente com a JP Morgan Chase (o maior parceiro da AIG) para que fosse criado uma linha de crédito para a seguradora. O consórcio criaria uma linha de crédito à AIG, até a mesma estar em condições de vender os seus contratos de seguros, angariando fundos para os compromissos com seus clientes e credores.

“Mas se a AIG colapsar, ela pode levar consigo as grandes contrapartes, incluindo mesmo Goldman Sachs” (Eichengreen, 2015:209).

A Reserva Federal de Nova Iorque com o apoio do Tesouro norte-americano, no âmbito das “circunstâncias incomuns e exigentes” providenciou uma linha de crédito de 85 mil milhões de dólares como injeção de capital, obtendo em retorno 79.9 % da participação social na AIG. O empréstimo foi concedido via um dois de SPV, Maiden Lane II e III criados pela própria Reserva Federal. A American International Group tinha de ser salva, porque a queda Lehman Brothers causou maior disrupção no mercado financeiro global, e o balanço da AIG era muito maior. Relembrando que a seguradora emitia seguros para negócios a retalho, famílias e empresas, o seu colapso seria brutalmente destrutivo da confiança nos mercados (Eichengreen, 2010). Contudo, a verdade é que os 85 mil milhões de dólares iniciais não foram suficientes para salvar a gigante norte-americana. Ao longo do ano de 2008 a empresa recebeu no total cerca de 128 mil milhões de dólares nos seguintes moldes: i) 20 mil milhões de dólares para possibilitar que a empresa continuasse a funcionar enquanto vendesse os seus ativos secundários; ii) 28 mil milhões na compra de CDOs em que a AIGFP vendeu seguros; iii) 20 mil milhões alocados na compra de subprime MBS em que a AIG tinha investido e por último iv) 40 mil milhões dólares como investimento de capital através *Troubled Asset Relief Program* (TARP) (ISDA, 2009). Em ocorrência dos consecutivos resgates de Bear Stearns, Freddie Mac e Fannie Mae e a falência de Lehman Brothers, o governo norte-americano determinou que os mercados financeiros estavam muito frágeis para absorver a falência da AIG (K. Sjostrom, Jr.∗, 2009).

Em forma de síntese, os fatores que contribuíram decisivamente para a crise financeira e económica nos Estados Unidos da América (EUA) foram: i) as políticas do governo federal que impulsionaram a rápida expansão de empréstimos os compradores de casa de baixo rendimento com baixas taxas de juros iniciais, diminuto pagamento inicial e relaxamento dos critérios de concessão dos empréstimos; ii) a contribuição das empresas públicas e privadas na produção de MBSs e rápido crescimento de CDSs que aumentou a exposição das hipotecas à queda dos preços e o incumprimento das hipotecas ocorreram nas instituições financeiras num quadro de elevada opacidade como de complexidade nas transações quer a nível doméstico quer global: iii) as empresas que detêm participações nos bancos, agressivamente expandiram os empréstimos hipotecários e outros investimentos, muitas através de entidades de operações foram de balanços diminuindo assim os requisitos mínimos de capitais das empresas mães e os bancos investiram aberrantemente em instrumentos financeiros relacionados com hipotecas; iv) Lehman Brothers, AIG e outras instituições tornaram-se os maiores subscritores de CDSs e ao mesmo tempo que estavam altamente alavancadas, sendo que os vendedores de CDSs como AIG ficaram vulneráveis aos incumprimentos das hipotecas devido a queda dos preços das casas e por último v) os empréstimos hipotecários residenciais na base de do modelo “criar e distribuir” possibilitou que os criadores diminuíssem a sua exposição a riscos. Os criadores de empréstimos bancários foram muitas vezes novas empresas com pouca reputação no que toca ao capital de risco (Harrington, 2009).

## 2.13. A Origem da Crise Financeira e Económica na Europa em 2008/2009

“O mercado interbancário desempenha um papel importante no funcionamento dos sistemas financeiros. Os mercados financeiros devem garantir uma eficiente transferência de fundos entre os bancos excendentários e os necessitados. Os mercados financeiros são o foco dos bancos centrais na implementação da política monetária e um bom funcionamento do mercado interbancário é essencial na manutenção da estabilidade financeira e do sistema financeiro como um todo” (Allen et al., 2011:3).

### 2.13.1. França: BNP Paribas

De acordo com Barry Eichengreen (2015), a crise financeira começou em Agosto de 2007, no dia em que o BNP Paribas anunciou que estava com problemas de liquidez. Os problemas de liquidez do banco francês prenderam-se com os maus investimentos operados pelos dois dos seus fundos de investimentos. Estes fundos tinham investido enorme quantidade dinheiro em *Credit Defaul Swaps* (CDS), produtos financeiros complexos criados e vendidos pelos bancos norte-americanos, principalmente pelo Goldman Sachs. Mas a verdade é que os bancos europeus vinham aumentando a sua exposição ao mercado das ações e obrigações, principalmente do mercado financeiro dos Estados Unidos da América (EUA). A Goldman Sachs, relativamente sobre á criação e a venda destes produtos financeiros complexos, afirmava que os seus respetivos compradores eram investidores sofisticados, ou seja sabiam como lidar com os riscos a que se expunham. Segundo o Chief Executive Officer (CEO) do BNP Paribas Baudouin Prot, cerca de 90% das obrigações no portefólio dos fundos investimento do banco francês possuíam uma notação de AAA ou A[[21]](#footnote-22), que à partida são obrigações isentas de riscos e de fácil liquidação (Eichengreen, 2015:16). Como resposta a situação do banco francês, o Banco Central Europeu (BCE) injetou cerca de 94 mil milhões de euros nos mercados (Wolf, 2015:41).

Após o anúncio do BNP Paribas, os bancos automaticamente pararam de emprestar dinheiro uns o aos outros, o mercado interbancário europeu assistia assim a uma paralisação. Em circunstâncias normais, a taxa de juro interbancária tende à acompanhar a taxa de juro à que o banco central empresta fundos aos bancos. Com o anúncio do banco francês a taxa de juro interbancária disparou, ou seja era mais fácil pedir emprestado ao Banco Central Europeu (BCE) do que ao outro banco da zona euro. Sabendo da situação, no mesmo dia do anúncio do banco francês, antes da abertura dos mercados, o Banco Central Europeu (BCE) afirmou que estava pronto para agir, reafirmando a sua posição, de que não só iria providenciar liquidez como também liquidez ilimitada (Eichengreen, 2015:176).

### 2.13.2. Reino Unido: Northern Rock

Em seguida, o pânico chegou ao Reino Unido através do Northern Rock. Este gigante britânico, surgiu da fusão entre Northern Countries Permanent Building Society e a Rock Building Society. As sociedades de construção tendem a especializar-se em empréstimos hipotecários, sendo assim, Northern Rock foi a maior e por muitos anos o melhor exemplo nesta área (Eichengreen, 2015:179).

Este banco expandiu as suas atividades não através da atração de novos depositantes, mas sim pedindo empréstimos aos outros bancos quer na Europa quer nos Estados Unidos da América (EUA). Com os problemas no mercado financeiro norte-americano o Northern Rock vê-se com problemas no seu processo de titularização de ativos e na venda dos seus empréstimos aos outros bancos. Face aos problemas financeiros, o Chief Executive Officer (CEO) Adam Applegarth, tentou vender os ativos do banco para angariar fundos. Uma das consequências das crises financeiras e que facilita o avanço das mesmas num sistema bancário prende-se exatamente com aquilo que o Chief Executive Officer (CEO) do banco tentou fazer, “vender rapidamente os ativos para conseguir fundos”. De acordo com Olivier Blanchard (2009), as vendas de ativos para satisfazer problemas de liquidez, levada ao cabo pelos investidores, é um dos principais mecanismos da amplificação da crise financeira.

Adam Applegarth conseguiu vender os ativos mas os fundos obtidos não foram suficientes. Já nesta fase, o banco não tinha outra hipótese que não fosse pedir ajuda ao Banco de Inglaterra. Depois de tanta pressão, um mês depois Northern Rock conseguiu o suporte financeiro no dia 13 de Setembro numa quinta-feira. Porém, naquela semana o representante do Tesouro britânico, Alisdair Darling, e o governador do Banco de Inglaterra Mervyn King, deveriam viajar na sexta-feira a Portugal para uma reunião da União Europeia (Eichengreen, 2015:180). O Northern Rock, nas suas práticas comerciais, concedia empréstimos para aquisição de casas até mais de 125% do valor real das mesmas (Wolf, 2015:43). Embora o início do programa de suporte financeiro estivesse previsto para segunda-feira, o pânico instalou-se na manhã de sexta-feira. Muitos depositantes acederam ao portal eletrónico do banco para retirarem os seus fundos, o que causou bloqueio do mesmo. Os depositantes com medo e no desespero de que o banco fosse mesmo à falência, pelo facto do portal do banco ter bloqueado, saíram as ruas e fizeram frente as lojas do banco, o que atraiu os meios de comunicação. Perante este cenário o representante do Tesouro britânico e o governador do Banco Central da Inglaterra, só puderam assistir de braços cruzados aos eventos pela televisão no Porto. Na altura não poderiam ter cancelado a viagem para Portugal porque poderia dar sinal de pânico aos mercados financeiros (Eichengreen, 2015:180).

Durante o pânico naquele dia, os clientes conseguiram retirar do banco mil milhão de libras, o equivalente à 5 % dos depósitos do banco. Na manhã de sábado, novas filas de depositantes formaram-se em Sheffiled e North London, sendo que a polícia foi chamada para controlar a multidão. Perante a instabilidade social, Mervyn King temendo um efeito contágio no sistema financeiro britânico, foi forçado a emitir a garantia dos depósitos no Northern Rock com os fundos dos contribuintes (Eichengreen, 2015:181). O ponto a que ao gingante britânico dos empréstimos hipotecários chegou, só foi possível através do relaxamento da regulação financeira. No Reino Unido, é a Autoridade dos Serviços Financeiros (FSA) que tem o poder para regular o sistema financeiro, e na altura, fez muito pouco para desencorajar o tipo de modelo de avaliação de riscos do banco, e por outro lado, a FSA simplesmente tentou apenas garantir que o Northern Rock cumprisse os requisitos de Basileia II[[22]](#footnote-23), essencialmente no aumento do capital, negligenciando assim a expansão dos negócios dos bancos aos investimentos de riscos.

A justiça britânica foi dura, sendo que a FSA pagou um preço alto pelo relaxamento na supervisão do sistema financeiro nacional. A instituição perdeu todos os poderes legais, e foi abolida em 2013 (Eichengreen, 2015:181). O sistema financeiro britânico e especificamente o bancário, já não sofria perturbações há mais de 150 anos e, quando falamos de perturbações, falamos especificamente de pânico bancário e corrida aos bancos para o levantamento dos depósitos. A verdade é que o facto de o Northern Rock depender essencialmente dos fundos de curto prazo no mercado interbancário e não de depósitos de longo prazo, também complicou a sua situação, pois o congelamento do mercado interbancário na zona euro criou instabilidades inicialmente e os problemas no mercado financeiro norte-americano também já tinham instalado a desconfiança entre os intermediários financeiros. No dia 13 de Setembro, embora contra os desejos da instituição o banco foi nacionalizado pelo governo trabalhista britânico, na medida em que não foi possível achar um comprador para o mesmo. As perdas financeiras foram contínuas, e somente em 2012 o banco foi vendido à Virgin Money por 800 milhões de libras, deixando assim uma perda para os fundos dos contribuintes britânicos de 2 mil milhões de libras (Eichengreen, 2015:183). De acordo com o editor da secção de negócios da BBC, Robert Peston o governo britânico injectou 1.4 mil milhões de libras no Northern Rock. Jayne- Anne Gadhia a Chief Executive Officer (CEO) da Virgin Money, expressou confiança e otimismo na aquisição do Northern Rock, afirmando: “ (...) nós achamos que fizemos um bom negócio” (BBC, 2011). Nas palavras de Eichengreen, a perda nos fundos dos contribuintes, é o alto preço pago pelos cidadãos devido a uma inconsistente e atrasada resposta das autoridades britânicas.

### 2.13.3. Alemanha: Os Landsbanks e o Crédito Hipotecário Subprime, CDS, MBS e CDO

A crise financeira quando atingiu os bancos europeus, pareceu ser mais mediática em certos países do que outros. Para muitos, pode ter passado despercebido, mas os bancos alemães nomeadamente os bancos regionais também tiveram problemas de liquidez e foram automaticamente salvos. O primeiro landsbank alemão a ter problemas foi o IKB ou o Banco Alemão de Indústria para Obrigações. O IKB foi criado em 1924 para providenciar fundos às empresas alemãs que estavam no sufoco devido a hiperinflação dos anos trinta. O banco também concedia empréstimos às pequenas e médias empresas, porém ao contrário do interesse público, o banco começou a investir em empréstimos hipotecários, (Eichengreen, 2015:173).

Este banco público alemão investiu fortemente em CDSs e ABSs norte-americanos, que como sabemos eram ativos baseados no crescimento exorbitante do mercado hipotecário norte-americano até a descida dos preços em 2006. O banco tinha como mandato conceder fundos à economia alemã, contudo o seu mandato não era claro, abrindo possibilidades para o banco começar a fazer assim investimentos mais arriscados com expectativas de grandes retornos (Eichengreen, 2015:173). Embora tenha sido reportado como um caso isolado, e o IKB seria um banco muito pequeno no contexto da indústria bancária alemã (Simensen e Atkins, 2007). O *Rhineland Funding*, um SPV, foi criado pelo IKB para proceder a titularização dos seus empréstimos. Este fundo (SPV) era uma empresa fora de balanço, não tinha que possuir capital para suportar os seus investimentos, possibilitando assim o IKB fazer grandes investimentos em termos de risco e retorno (Eichengreen, 2015:173). Segundo o autor Christian Upper (2011), o rápido resgate ao IKB, foi motivado pelo medo do efeito contágio no sistema bancário alemão devido à ligação do banco a outras instituições financeira. O risco de contágio era possível, porque, o risco de crédito associado com os empréstimos interbancários pode levar a um efeito dominó, onde a falência de um banco pode resultar na falência de outros bancos, mesmo se o ultimo não for afetado diretamente pelo choque inicial (Upper e Worms, 2011:566). O outro banco público alemão com problemas, embora pequeno foi o Sachsen LB. Este banco através do seu SPV tinha investimento avaliado em cerca de 68 mil milhões de euros. À semelhança do IKB eram investimento de riscos relacionados com os empréstimos hipotecários. O banco foi forçado a um programa de resgate de emergência, através de um programa de facilidade de crédito de cerca de 17.3 mil milhões de euros (Simensen e Atkins, 2007).

O IKB e Sachsen LB podem ser pequenos bancos no sistema financeiro alemão, mas a sua queda e os constrangimentos suportados pelo Bundsbank tiveram impactos além-fronteiras. A crise financeira nas terras germânicas, atacou sobretudo os bancos regionais, bancos esses que foram criados no século XIX por autoridades locais com o objetivo de ajudar os pequenos negócios (Simensen e Atkins, 2007). O facto de estes bancos terem dificuldades em competir no mercado doméstico e a perda da garantia por parte dos Estados, fez com os mesmos emigrassem em busca e atividades mais rentáveis e de lucros (Simensen e Atkins, 2007). O banco central alemão afirma que os bancos possuíam diferentes problemas, sendo que o IKB possuía um problema de solvência, que foi resolvido através de um consórcio bancário. Por outro lado o Sachen LB apresentava problemas futuros de liquidez (Simensen e Atkins, 2007). O desenvolvimento do mercado imobiliários nos Estados Unidos da América (EUA), alimentou apetites não só em Wall Street como também, despertou interesse nas principais praças financeiras europeias. Muitos bancos alemãs tinham criados SPVs a através dos quais puderam fazer investimentos altamente arriscados.

## 2.14. A Resposta Política à Crise Financeira e Económica na Europa em 2008/2009

A tensão nos mercados financeiros, iniciada em 2007, desafiou os vários bancos centrais em todo o mundo para a implementação de medidas excecionais. Após a caracterização da crise, o BCE em parte demonstrou capacidade para agir de forma flexível e decisiva perante estes desafios (BCE, 2010). Na primeira fase da crise financeira, o Banco Central Europeu (BCE) agiu rapidamente, oferecendo liquidez ao sector bancário da zona euro. O sector bancário é crucial na zona euro, na medida em que é através dos bancos que as pequenas e médias empresas conseguem financiar-se, sendo que os bancos desempenham um papel crucial na economia da zona euro e no mecanismo de transmissão monetária europeu (BCE, 2010:68).

## 2.15. A Política Monetária do Banco Central Europeu

Os instrumentos da política monetária do Banco Central Europeu (BCE) são: i) reservas obrigatórias, é criado um coeficiente de reservas obrigatórias aplicado aos depósitos durante um espaço de tempo de 1 mês, ii) operações de mercado aberto que são operações principais de refinanciamento que são operações reversíveis de cedência de liquidez, normalmente pelo prazo de uma semana, realizadas através de leilões; b) operações de refinanciamento com prazo alargado que são operações reversíveis de cedência de liquidez, normalmente pelo prazo de três meses, realizadas com frequência mensais através de leilões; c) operações ocasionais de regularização (*fine-tuning*), que são operações sem frequência regular de cedência ou de absorção de liquidez (reversíveis ou com caráter definitivo), que têm essencialmente o objetivo de evitar choques acentuados sobre as taxas causadas por variações inesperadas da liquidez bancária e d) operações estruturais que são operações sem frequências regular, destinadas a modificar a posição estrutural do euro sistema face ao sector financeiro (BCE, 2016).

Estas operações podem ter carácter reversível ou definitivo, podendo ser operações de cedência de liquidez ou de emissão de títulos de dívida, para absorção de liquidez e facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito. No que toca as taxas de juros o sistema do Banco Central Europeu (BCE) possui três taxas de juros que são: taxa de juro mínima das operações principais de refinanciamento; taxa de juro de facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa de juro de facilidade permanente de depósito (BCE, 2016).

## 2.16. O Banco Central Europeu Durante a Crise Financeira e Económica de 2008/2009

Devido ao grande problema de liquidez proporcionada pela crise, as medidas do Banco Central Europeu (BCE), na manutenção da política monetária, focava-se ainda na estabilidade dos preços (foco na inflação 2%). Por isso, garantir que os bancos tivessem acesso às facilidades de financiamento era importante evitando a possibilidade de pressões inflacionistas. Como o sistema financeiro e o mercado monetário em particular, encontravam-se em grande agitação, o Conselho dos Governadores do Banco Central Europeu (BCE), elaborou numa primeira fase, um conjunto de medidas excecionais ou não convencionais (à semelhança da Reserva Federal) faces á sistemática crise de liquidez na zona euro. Estas medidas tinham como objetivo o suporte da transmissão das taxas de juros e o aumento do fluxo de crédito para famílias e empresas (BCE, 2010). Essas medidas passavam pela concessão aos bancos da zona euro, o acesso a facilidades de liquidez ilimitadas com taxas de juros fixas; diminuição da maturidade máxima das operações de refinanciamento de três meses para um ano; extensão da lista de ativos aceites como colaterais e o fornecimento de liquidez em moedas estrangeiras, nomeadamente em dólar dos Estados Unidos da América (EUA) e a compra de títulos no mercado primário (BCE, 2010:68). Estas medidas focaram-se nos bancos, porque, como foi acima mencionado, os bancos na zona euro são os primeiros recursos de financiamento da economia real, sendo que o sistema financeiro europeu é baseado em bancos[[23]](#footnote-24).

Por outro lado, nos Estados Unidos da América (EUA) por exemplo são os mercados financeiros[[24]](#footnote-25) e não os bancos o primeiro recurso externo de financiamento das empresas, sendo que maior parte das empresas norte-americanas recorrem à emissão de ações ou outros títulos de dívida para se financiarem. O que explica a razão pelo qual a Reserva Federal comprou e vendeu diretamente diversos tipos títulos nos mercados financeiros para estimular a economia norte-americana (BCE, 2010:69). As medidas do Banco Central Europeu (BCE), não podem ser comparadas, nem criticadas, relativamente às medidas da Reserva Federal, do Banco de Inglaterra ou do Banco do Japão, porque estes são os reguladores de um sistema financeiro baseado no mercado, daí a justificação das medidas de flexibilização quantitativa levadas a cabo pelos mesmos bancos na resolução da crise, especialmente pela Reserva Federal norte-americana (BCE, 2010:69).

## 2.17. O Impacto das Medidas do Banco Central Europeu

Face às dinâmicas da crise financeira, o Banco Central Europeu (BCE) como outro banco central do mundo, agiu com prontidão e flexibilidade, sempre com objetivo de cumprir o seu mandato (estabilidade de preços na zona euro), que só pode ser efetuado através do bom funcionamento do mecanismo da transmissão monetária (BCE, 2010). Sendo que inicialmente, as medidas do Banco Central Europeu (BCE) centraram-se no mercado monetário, através da dinamização das operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de longo prazo. Em 2008 as medidas revelaram-se ainda mais flexíveis, quando o Banco Central Europeu (BCE) estabeleceu as taxas de juros fixas para todas as operações de refinanciamento no mercado monetário da zona euro efetuadas pelo Banco Central Europeu (BCE).

Neste mercado as medidas tiveram algum impacto, mas não o desejado pelo Banco Central Europeu (BCE, 2010), pois a grande instabilidade e incerteza que envolvia os investidores no mercado monetário e por outro lado, com o estranho comportamento dos bancos, resultava em grande um excesso de liquidez nos mercados financeiros que não chegavam à economia real, para o financiamento das famílias e das empresas (BEC, 2010). Com todas as facilidades providenciadas pelo Banco Central Europeu (BCE), os bancos mantiveram-se relutantes em conceder empréstimos. Estes comportamentos dos bancos mostram-nos que o que estava a acontecer era aquilo que John Maynard Keynes chamou de “armadilha de liquidez” (Toussaint, 2014). Face a esta situação, o Banco Central Europeu (BCE) reagiu ativamente no início de 2009 com o lançamento do programa de compra de obrigações hipotecárias (CBPP)[[25]](#footnote-26), criando um grupo de medidas para o mercado dos valores imobiliários para uma segunda fase. Este programa tinha como objetivo encorajar a facilidade de crédito e criar condições de liquidez nos mercados, uma vez que a emissão de obrigações hipotecárias é o primeiro recurso de financiamento dos bancos da zona euro (BCE, 2010:65). Como resultado deste programa, muitos mercados de obrigações hipotecárias da zona euro, conheceram uma notável redução dos spreads das obrigações, de 7% para 2%. Sendo que logo ao anúncio do programa, as emissões de obrigações na zona euro aumentaram consideravelmente (BCE, 2010:65). O CBPP foi lançado com o propósito de diminuir o custo dos empréstimos na zona euro, o que de certa forma foi bom para os bancos, que transformaram produtos ilíquidos em dinheiro com um custo relativamente baixo e evitando que os mesmos vendessem os seus ativos a preços relativamente baixos (Andriuškevičiūtė e Balčiūnas, 2013). Em Maio de 2010 é lançado o programa de mercado de obrigações (SMP)[[26]](#footnote-27) em resposta à crise das dívidas soberanas. Este programa visava a estabilização dos mercados dos valores imobiliários, que estavam disfuncionais e por outro lado melhorar o mecanismo de transmissão da política monetária. O SMP possibilitou a compra quer os títulos de dívida pública quer os privados (BCE, 2011:6).

Em resultado da combinação de várias medidas por parte do Banco Central Europeu (BCE), o que aconteceu é que ocorreu uma expansão no balanço do Banco Central Europeu (BCE), o que indica claramente o esforço e a prontidão do mesmo, na resolução da crise (Andriuškevičiūtė e Balčiūnas, 2013). As medidas excecionais introduzidas entre 2009 e 2012 foram um complemento em vez de um substituto, da política monetária convencional do Banco Central Europeu (BCE). No entanto o prolongamento das mesmas podia levar a pressões inflacionistas (Andriuškevičiūtė e Balčiūnas, 2013:30). Neste sentido, para que a estabilidade de preços não estivesse em causa, as medidas excecionais foram concebidas com um limite temporal. Contudo, o CBPP estimulou novas emissões no mercado de títulos e reduziu os spreads no mercado secundário, melhorando o acesso a financiamento dos bancos. Por outro lado, o SMP permitiu que o processo de transmissão monetária na zona euro continuasse a funcionar (BCE, 2011:69). Então pode concluir-se que, no médio e curto prazo, o impacto das medidas do Banco Central Europeu (BCE), foi positivo.

Crises financeiras têm ocorrido regularmente. Como todas as outras crises, a crise financeira que começou no verão de 2007 acabou por ser uma surpresa tanto para académicos, empresários como para decisores políticos. O importante a analisar é que o romper da bolha numa parte do mercado imobiliário norte-americano, especificamente o mercado de empréstimos hipotecários subprime, levou às crises sistémicas que geraram externalidades negativas ao sistema financeiro global. Sendo que a crise financeira nos Estados Unidos da América (EUA), não somente chegou a Europa, como repentinamente se tornou global, afetando também as economias emergentes e os países em desenvolvimento que não se engajaram em práticas danosas de concessão de empréstimos, não efetuaram compras de produtos financeiros tóxicos e também não permitiram os seus respetivos bancos a exporem excessivamente ao risco através dos produtos derivados (Allen, 2011). Uma das razões para o impacto global da crise financeira de 2007 foram os problemas de excessiva iliquidez das instituições financeiras e dos produtos criados e transacionados nos mercados financeiros a nível global em combinação com a exposição económica e política das partes para resolução dos problemas de necessidade de liquidez e em que condições de mercado.

Nessa perspetiva muitos produtos financeiros comos os CDS, MBS, CDO e Asset-Backed Securities (ABS) não puderam ser transacionados, com os investidores, a procurarem à força retirar os seus fundos investidos nos tais produtos. Tanto as instituições financeiras como as grandes firmas industriais altamente alavancadas começaram a vender desesperadamente os seus ativos, (o que nas palavras de Olivier Blanchard é um dos mecanismo que amplificada a crise) para obter fundos de modo a cumprir as obrigações com os seus respetivos credores. Os bancos centrais nomeadamente a Reserva Federal, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco de Inglaterra, agiram agressivamente, embora uns mais rápidos e agressivos do que outros, na injeção de liquidez no sistema financeiro (Allen, 2011). Estes bancos centrais agiram como verdadeiros credores de último recurso. Nas palavras de Rafael Repullo (2011), os bancos centrais têm assumido como umas das suas principais responsabilidades a provisão de liquidez para os bancos que não conseguem obtê-la e foi isso que aconteceu na resposta a crise financeira e económica de 2008.

# Capítulo 3

## 3.1. A Financeirização da Economia Portuguesa: Introdução

Neste capítulo, temos como foco analisar o caso do Banco Espírito Santo (BES) no âmbito dos distúrbios causados pela queda do mesmo a sistema bancário e financeiro português, dentro também daquilo que foi a crise bancária e financeira no contexto europeu. Neste sentido iremos primeiro analisar as origens da instabilidade financeira vivida em Portugal que passará essencialmente por analisar o processo de financeirização da economia portuguesa nos últimos anos até ao romper da crise financeira e económica de 2008. Por conseguinte iremos, proceder uma análise do quadro de resposta a essa instabilidade, quer por parte de Portugal, como também a um nível mais supranacional, ou seja, a nível europeu no quadro das respostas pelo Banco Central Europeu (BCE), como a autoridade responsável pela política monetária da zona euro. A análise do caso BES, a semelhança do estudo de caso de AIG no capítulo anterior, tem por objetivo uma análise prática daquilo que são os resgates financeiros em tempos de crise financeira e económica. Em seguida falaremos dos custos associados a intervenção do estado na economia.

### 3.1.1. Democratização e as Políticas de Nacionalização (1974-1975)

Em 1974-1975, ocorre o processo de democratização do Estado português. A democratização em Portugal, não só produziu alterações de cunho essencialmente político como também alterações em termos da regulação económica e financeira do país e produziu efeitos práticos na estruturação da economia portuguesa (Rodrigues et al., 2016). A revisão da Constituição portuguesa em 1976 para um estilo mais democrático de pendor socialista, possibilitou ao Estado levar a cabo uma política de nacionalização dos grandes grupos económicos que controlavam económica e politicamente o país, inclusive os maiores bancos, durante a ditadura de Salazar. Nesta altura, a economia portuguesa, era toda ela podemos dizer de pendor socialista, na medida em que era fortemente planeada – as taxas de juros eram fixadas administrativamente, o crédito bancário era direcionado para os sectores empresariais chaves orientados pelo poder político; o fluxo de capital era totalmente controlado e a taxa de câmbio era fixada em relação a um conjunto de moedas estrangeiras, ou seja era um regime cambial fixo (Rodrigues et al., 2016). O espectro da estruturação quer política quer económica de Portugal nesta altura, em relação ao cenário no sistema internacional, era uma contra tendência. Pois nesta altura no sistema internacional, grande parte das economias centrais e semiperiféricas do sistema internacional encontravam-se em processos avançados e intermédios de desregulação, liberalização e privatização (D-L-P) em direção à uma economia de mercado, dominado pelas finanças.

### 3.1.2. Da Reversão das Nacionalizações, à Integração Europeia e à Desregulação, Liberalização e Privatização – 1979-1990

Após as políticas de nacionalização de 1974-75, quatro anos depois, Portugal sofre em 1979, a primeira intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI) e depois a segunda no período de 1983-1985. A primeira intervenção que compreendia um programa entre 1977-1979, foi necessário porque no ano de 1977 a balança corrente portuguesa conheceu valores negativos na ordem dos 10,3% do PIB. Para garantir o pagamento de empréstimos de curto prazo obtidos junto dos bancos centrais estrangeiros, o I Governo Constitucional, liderado por Mário Soares obtém, com a iniciativa do embaixador dos Estados Unidos da América (EUA), Frank Carlucci, um empréstimo de médio prazo de 750 milhões de dólares organizados entre vários países sob a liderança dos Estados Unidos da América (EUA). Empréstimo que tinha como contrapartida a negociação de um acordo de «estabilização» com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Por outro lado, a 28 de Março de 1977, o governo português lançava a sua candidatura de adesão à então Comunidade Económica Europeia (CEE), o Mercado Comum Europeu (MCE) (Carvalho, 2010).

“Em primeiro lugar é preciso contextualizar o ambiente em que tudo isto aconteceu. Estávamos em 1983 e Portugal ainda não tinha aderido a União Europeia. De 1983 à 1985 tivemos uma intervenção muito dolorosa do Fundo Monetário Internacional, que cortou investimentos na despesa pública de uma forma dramática. Por isso é que havia um governo PS/PSD, um governo do bloco central e unidade nacional. Foi a primeira vez que existiu no país um governo desse tipo” Raul Junqueiro (s.d).

No que toca a segunda intervenção, nas palavras de Pedro Carvalho (2010) em 1983, os governos da Aliança Democrática (PSD/CDS/PPM) deixavam um défice da balança corrente de 10,5% do PIB, embora Teresa Ter-Minassian (2011), então no Fundo Monetário Internacional (FMI) tivesse afirmado que o défice terá sido de 13%. A economia nacional estava mais vulnerável às repercussões do segundo choque petrolífero e da crise da dívida de 1982, assim como mais dependente do capital estrangeiro. Por outro lado, o PIB crescia a menos de metade da taxa média anual verificada no período 1977-1979. Em Outubro de 1983, Portugal concluía um novo acordo com o Fundo Monetário Internacioanl, o IX Governo Constitucional, uma coligação PS/PSD liderada por Mário Soares. Este segundo programa de ajustamento estrutural 1983-1985 continha as mesmas medidas do primeiro, as repercussões económicas e sociais foram mais graves, e o país entrou recessão económica em 1984 pela primeira vez. A taxa desemprego disparou, atingindo valores reais de cerca 400 mil desempregados. Infalivelmente, o crescimento do PIB desacelerou rápida e progressivamente e houve uma contínua desaceleração da produção industrial.

De acordo com Pinto e Nunes (2011), o processamento combinado entre as duas intervenções do Fundo Monetário Internacional (FMI) e a preparação de Portugal para a entrada na Comunidade Económica Europeia em 1986, gerou transformações na economia portuguesa que possibilitaram a modernização do sistema financeiro nacional, à luz dos processos de modernização a nível internacional e em comparação com a estrita regulação dos anos setenta num sistema altamente repressivo. A liberalização do sistema bancário português começou em 1984, quando foi permitida a criação e operacionalização de bancos privados na economia. Neste sentido, o primeiro banco privado português foi o Banco Comercial Português (BCP)[[27]](#footnote-28), e em seguida houve a entrada do grupo privado espanhol, o Banco Santander (Mendes e Rebelo, 2003). Em 1989, três anos depois da entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia, ocorre um processo de revisão constitucional, que permitiu assim a reversibilidade das nacionalizações de 1974-75. Esta reversibilidade permitiu a privatização dos bancos estatais nomeadamente Banco Totta, Banco Espírito Santo e o Banco Português do Atlântico, com a exceção da Caixa Geral de Depósitos que permaneceu público até os dias de hoje (Rodrigues et al., 2016).

Entre 1990 e 1996, houve uma drástica diminuição dos bancos públicos. Em termos da percentagem de mercado, os bancos públicos passaram de 74% para aproximadamente 24%, enquanto por outro lado, os bancos privados estrangeiros aumentaram a sua percentagem, de 3% em 1991 para 9% em 2000, sendo que esta tendência permanece até os dias de hoje (Antão et al., 2009). Como resultado das dinâmicas de uma economia de mercado em prol do avanço do capitalismo financeiro, os processos de fusão e aquisição trataram de garantir a concentração da atividade bancária e financeira nas mãos de cinco principais bancos: a Caixa Geral de Deposito (CGD) (banco público), o Banco Comercial Português (Milenium BCP), Banco Santander, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa (BESCL) e o Banco Português de Investimento (BPI) (Rodrigues et al, 2016).

### 3.1.3. Dá Integração na UE e a Adesão ao Euro à Consolidação da Financeirização

“A criação de um espaço integrado de serviços financeiros constitui um marco fundamental no processo de constituição do mercado único da Comunidade Europeia. A Integração financeira assenta em cinco pilares: a liberdade de estabelecimento das empresas financeiras; a liberdade de prestação de serviços pelas mesmas empresas; a harmonização e o reconhecimento mútuo das regulamentações nacionais; a liberdade de circulação de capitais; a união económica e monetária” Decreto-lei nº298/92 de 31 de Dezembro, Banco de Portugal.

No seguimento das políticas de desregulação, liberalização e privatização do sector financeiro, o limite a conceção de créditos foi retirada e foi abolida a fixação administrativa das taxas de juros, o que culminou com o aumento explosivo de crédito na década de noventa. No que toca as reservas dos bancos privados e públicos depositadas no Banco de Portugal (BdP), a taxa desceu de 17% em 1989 para 2% em 1994, em linha com as economias europeias (Rodrigues, 2016). O que é certo, é que os bancos livres de guardarem muitas reservas (de 17% para 2%), começaram assim à conceder empréstimos de baixo custo, pois liquidez não era problema na economia portuguesa nesta altura. A política monetária em alinhamento com o papel crucial do Estado, permitiu assim que as dívidas públicas do Estado português começassem a ser transacionadas num mercado secundário, possibilitando a participação dos investidores privados. No decorrer de 1990, o BdP implementou políticas restritivas no que toca o acesso do Estado ao financiamento através dos empréstimos do Tesouro, o que possibilitou a separação entre o Tesouro e o Banco Central, garantindo assim a consolidação da independência do BdP. Uma vez que o Estado tinha que se financiar no mercado secundário, nesse sentido Portugal, agora dependia dos mercados financeiros (Rodrigues, 2016).

Com o Decreto-lei nº298 de 1992, que foi basicamente uma transposição de uma diretiva Europeia para a lei portuguesa, o que acontece é que finda a separação entre os bancos comerciais e de investimentos (a semelhança da abolição de Glass-Steagal Act nos Estados Unidos da América (EUA) em 1999). Por outro lado, o respetivo decreto retirou as restrições que dificultava a entrada de novos operadores no mercado nacional e criou condições para a reestruturação do sector financeiro nacional de acordo com os Acordos de Basileia de 1989 (Rodrigues et al., 2016). Pinho (1997:2) afirma que a desregulação do sector bancário português seria muito mais lenta caso não houvesse uma necessidade quase que imperativa de alinhamento com o mercado único europeu.

O escudo português torna-se assim totalmente convertível, com base na abolição do controle sobre a mobilidade internacional do capital. Esta convertibilidade do escudo gerou a atração de capital estrangeiro e, por outro lado, gerou consideráveis rendimentos nas privatizações. Nas palavras de Pinto (2009), a mudança da política cambial em curso, no viés de uma política desinflacionaria alinhada com o Sistema Monetário Europeu e o Mecanismo de Taxa de Câmbio que o país aderiu em 1990 acabou por minar a meta da competitividade da economia portuguesa. O processo de privatização do sector bancário e a liberalização financeira que terminaram em 1990, e a convergência nominal em direção ao euro, foram fatores que contribuíram decisivamente para a sobrevalorização do escudo e para a financeirização da economia Portuguesa.

Os processos de desregulação, liberalização e privatização do sector financeiro com especial atenção ao sector bancário, que culminou com a sobrevalorização do escudo português, tinham como propósito a internacionalização da economia portuguesa. Neste sentido, o resultado destas políticas foi a diminuição das taxas de juros na economia portuguesa, acabando por ser um marco da consolidação da inserção da finança nacional nos mercados financeiros internacionais (Rodrigues et al., 2016). As baixas taxas de juros permitiram uma expansão de crédito que possibilitou às famílias portuguesas endividarem-se cada vez mais. O nível de endividamento das famílias e empresas portuguesas nos meados de 1990 estava abaixo da média europeia, porém após a entrada no euro, os níveis de endividamento eram semelhantes ao do Reino Unido e a da Irlanda (Rodrigues et al., 2016). O endividamento na economia portuguesa é consistente com o avanço das finanças a nível mundial, entre nos anos oitenta e noventa. Entre os anos oitenta e noventa, o papel dos bancos e outras instituições financeiras na intermediação de crédito, e por outro lado a inovação financeira alteraram o processo de concessão de crédito, especialmente facilitando a expansão de crédito às famílias, principalmente empréstimos para aquisição de habitação. Greenwood e Scharfstein (2013) afirmam que poderá ter havido benefícios na expansão do crédito hipotecário, contudo há um número considerável de custos sociais resultantes desta expansão, incluindo a alta taxa de alavancagem das famílias. A constituição de uma moeda única europeia, com base sistema de normalização através da política de convergência nominal, acarretou novos problemas. A sobrevalorização da moeda incentivou um grande défice na balança corrente e na visão de João Ferreira do Amaral, as coisas complicavam-se ainda mais porque Portugal enquanto Estado soberano já não possuía os meios necessários para fazer face ao problema do défice (Ferreira do Amaral, 2006).

## 3.2. Portugal 2008-2010/11: Da Crise Financeira à Crise da Dívida Soberana

“A crise europeia foi em primeira mão uma crise bancária. Os bancos europeus estavam altamente alavancados, subcapitalizados e excessivamente exposto ao mercado de imobiliários. Os seus problemas são de muitos anos atrás. Mas agora, com alguma ingenuidade, os decisores políticos tiveram sucesso em transformar uma crise bancária numa crise financeira, numa de crise de crescimento e crise política” (Eichengreen, 2015:354).

A crise bancária que se tornou numa crise financeira e económica que afetou a Europa em 2008, como vimos, é resultante de um processo antigo. Portugal, como membro da zona euro, infalivelmente não ficaria isento das turbulências dos sistemas financeiros europeus e do mundo em geral. Portugal encontra-se no sul periférico da Europa, mesmo com os processos de convergência nominal para a moeda única no âmbito da União Monetária e Económica (UME), Portugal não conseguiu atingir um crescimento sustentável ao nível da média dos outros membros europeus, e os constrangimentos trazidos pela união monetária ainda afunilou o processo (Aemro Selassie, 2012).

A expansão de crédito e o elevado endividamento, quer das famílias, quer das empresas portuguesas com o romper da crise financeira e económica, tornou a crise em Portugal distinta dos outros países. Mas como vimos anteriormente, a elevada alavancagem da economia portuguesa deveu-se ao comportamento descontrolado quer dos bancos domésticos como dos mercados internacionais. Enquanto os custos de crédito em Portugal diminuíam, o sector privado endividou-se cada vez mais. A expansão do crédito em foi direcionada excentricamente para o sector de produção de bens não transacionáveis ao mesmo tempo que investimento desacelerava profundamente na sector de bens transacionáveis.

A diferença entre a margem de lucro do sector de bens transacionáveis e não transacionáveis era considerável, com o segundo a dominar por completo a economia lusitana (Aemro Selassie, 2012). Especialmente depois da entrada no Euro, a discrepância entre os sectores de bens transacionais e bens não transacionais afunilou-se mais. Por outro lado, em termos governamentais, a falta de disciplina orçamental adicionou novas complicações a um crescimento já desequilibrado, com as despesas públicas sempre em alta e o crescimento do PIB fraco. O fardo adicional da dívida do Estado português advinha também das Parceiras Pública e Privadas (PPP) e das empresas públicas. A estabilidade externa de Portugal deteriorou-se em contexto de fraca competitividade, com a Posição de Investimentos Internacionais (PII) negativa mas estável até os anos noventa, cerca de 20% PIB. Com todas estas especificidades, em 2011 os juros da dívida aumentaram significativamente e os bancos portugueses foram excluídos dos mercados monetários grossistas. Nessas circunstâncias foi necessária uma assistência financeira externa para conter os efeitos da crise (Aemro Selassie, 2012).

Podemos afirmar que em Portugal não houve verdadeiramente uma crise financeira e se houve essa crise financeira transformou-se muito rapidamente numa crise de dívida pública e penosamente económica. Portugal, por não ter moeda própria foi afetado pela congelação dos mercados financeiros internacionais e especialmente pela paragem do mercado financeiro europeu, na medida em que a França, o Reino Unido, a Bélgica, e a Alemanha como vimos no capítulo dois, tinham incorrido em programas de resgates e nacionalizações de grandes bancos. O Banco Central Europeu (BCE) agiu prontamente ao anúncio do BNP Paribas em Julho de 2007, contudo nos dias posteriores a desconfiança instalou-se nos mercados financeiros europeus, e os bancos estavam relutantes em conceder empréstimos quer as famílias, quer as empresas e até o mesmo aos Estados. Na medida em que Portugal se financia no mercado secundário juntos aos bancos e outros investidores, a desconfiança lançada nos mercados quanto a estabilidade de Portugal, dificultou o acesso ao financiamento. Expondo o país a uma crise de financiamento da dívida pública. Sem outro mecanismo de resolução da crise, Portugal teve de pedir apoio a União Europeia.

A resposta à situação de Portugal, foi a chamada Troika, composta pelo Fundo Monetário Internacional (FMI); a Comissão Europeia (CE) e o Banco Central Europeu (BCE). As medidas do Fundo Monetário Internacional (FMI) impostas ao Governo português, após o pedido de resgate financeiro à Comissão Europeia, efetuado a 6 de Abril de 2011, visavam a redução do défice para 5,9% em 2011, 4,5% para 2012 e 3%[[28]](#footnote-29) para 2013 (Economias, 2016). O programa de assistência financeira da União Europeu e do Fundo Monetário Internacional (FMI) a Portugal rondaram os 78 mil milhões de euros e foi aplicado durante três anos. A ajuda foi concedida através da entrega periódica de dinheiro ao país na sequência de verificações regulares por parte da Comissão Europeia quanto ao cumprimento do programa de reformas acordado.

As medidas a implementar foram semelhantes às aplicadas na Grécia e na Irlanda, países que também recorreram ao fundo de resgate. Estas foram as principais medidas do Fundo Monetário Internacional (FMI) em Portugal foram: i) Impostos: Agravamento do Imposto sobre Rendimento Singular (IRS) para a classe média; Diminuição das deduções relativas a despesas com compra de casa, com saúde e com educação; Aumento do Imposto Municipal Sobre Imóveis (IMI); Descida do Imposto Municipal Sobre Automóveis (IMA), Aumento das taxas moderadoras na saúde; Aumento do Imposto Sobre o Valor Acrescentado (IVA) na fatura da eletricidade; Revisão dos produtos com taxa reduzida deIVA. ii) Salários: aumento das pensões mínimas; Corte nas pensões acima de 1500 euros mensais; Não houve cortes nos salários da função pública ou no 13º e 14º mês. iii) Função Pública: redução em 15% dos cargos dirigentes da administração central e de organismos públicos; Redução do número de municípios e juntas de freguesia; Militares proibidos de gerar mais despesa; iv) Subsídio de Desemprego: duração do subsídio de desemprego reduzida para 18 meses; corte progressivo do subsídio de desemprego a partir do 6º mês; valor máximo de 1048 euros. V)Empresas: redução da taxa social única; venda do BPN sem preço mínimo; privatização das Redes Energéticas Nacionais (REN), Transporte Aéreos de Portugal (TAP) e Energias De Portugal (EDP) e Suspensão das novas Parcerias Público-Privadas (Economias, 2016)

## 3.3. Estudo de Caso 2: A Queda do Grupo Banco Espírito Santo

A escolha do BES não foi trivial no que se refere a “restauração da confiança no sistema financeiro”. Muito pelo contrário foi uma escolha intencional na medida em que sabemos a dimensão do caso do GBES e do GES e a dimensão que o mesmo poderia ter caso as autoridades nacionais portuguesas não agissem com alguma prontidão.

## 3.4. A Origem e a Expansão do GBES e do GES

O BES remonta a criação por parte do fundador dinástico José Maria do Espírito Santo Silva em 1986 da chamada “Caza de Cambio” na qual José Maria desenvolvia atividades de venda de lotarias e títulos de dívidas nacionais e internacionais. A “Caza de Cambio” situava-se na Calçada do Combro, em Lisboa. Nos anos vinte, a “Caza de Cambio” dá origem ao renomado Banco Espírito Santo que nos posteriores anos trinta, o mesmo acaba por dominar a banca privada em Portugal, e através de uma fusão em 1937 com o Banco Comercial de Lisboa, passa a designar-se por Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa (BESCIL) (Grupo BES, 2013). Durante a década de 1970 dá-se a internacionalização do GBES. O BESCL coparticipa na fundação do Libra Bank em Londres e em 1972 funda o Banco Inter Unido em Luanda com a parceria de First National City Bank of Nova Iorque. Com a Revolução de 1975, todas as instituições de crédito e de seguros, incluindo o BESCL foram nacionalizadas pelo Estado português.

Foi nessas circunstâncias que a família Espírito Santo abandona o território português e parte para o estrangeiro e iniciam a criação do Grupo Espírito Santo. Os principais destinos dos membros da família foram o Luxemburgo, a Suíça, o Brasil, a França e os Estados Unidos da América (Amaral, 2015). Em 1980 dá-se o regresso da família e do GES a Portugal. Exatamente em 1986 quando Portugal adere a União Europeia, com o regime jurídico português a ser de novo aberto a iniciativa privada no sector das atividades bancárias. Ou seja, a entrada para a União Europeia marca um novo processo de liberalização da economia.

Como parte do seu projeto de criação de um grupo económico megalómano, o Grupo Espírito Santo em 1975 procede a criação de uma holding[[29]](#footnote-30) no Luxemburgo denominada de Espírito Santo Financial Group. Com o apoio do Crédit Agricole e ajuda de um grupo de acionistas portugueses. Entre este grupo de accionists, estava Ricardo Salgado que entre 1976 e 1982 participou a partir do estrangeiro na reconstrução do grupo. O GES cria o Banco Internacional de Crédito, e nesse mesmo ano cria a Espírito Santo Sociedade de Investimentos com a participação do UBS da Suíça e do Kredietbank S.A. Luxembourgeoise do Luxemburgo entre outras instituições financeiras (Amaral, 2013).

Em 2000, o BES expande as suas atividaes em Espanha com a aquisição da Benito y Monjardin e da GES Capital, sendo que nos Estados Unidos adquire o Espírito Santo Bank e estabelece no Brasil uma importante parceria com o Grupo Bradesco, fortalecendo assim a sua presença no mercado brasileiro. Também nesse mesmo ano, é estabelecida uma parceria com o Grupo Portugal Telecom (PT) da qual resulta, em 2001 a criação do Banco BEST -Banco Eletrónico de Serviço Total. Recordando que em 6 de Julho de 1999, o BESCL passa denominar-se simplesmente por BES ate o seu desaparecimento em 2014 (GBES, 2013).

Em 2001, é formalmente constituído o BES Angola (BESA). Progressivamente em 2002, o BES dos Açores inicia a sua atividade. Três anos depois (em 2005) a filial do BES em Espanha adquire a totalidade do capital do Banco Inversión. O BES Investimento e a sociedade polaca Concórdia estabelecem uma parceria para a criação da Concordia Espírito Santo Investment e o Banco Internacional de Crédito (BIC) é incorporado no BES. Em 2008, o BES Angola em parceria com a ESAF, constitui a BESA-ACTIF, a primeira sociedade gestora de fundos de investimento a operar em Angola (Amaral, 2013).

Em 2009, o BES Investimento anuncia a abertura de uma sucursal em Nova Iorque, o Grupo BES celebra um acordo para aquisição de uma participação de 40% no capital social do Aman Bank for Commerce and Investment Stock Company, um banco privado sediado na Líbia. No ano de 2010 é inaugurado o BES Cabo Verde. Já no ano de 2013, o Grupo BES reforça a sua participação no Moza Banco (Moaçambique) para 49%. Em 2012 são inauguradas as filiais na Venezuela e no Luxemburgo, países com importantes comunidades portuguesas (GBES, 2013).

O universo do GES em termos simplistas é composto por dois ramos: ramo financeiro e outro ramo não financeiro. O grupo esta espalhado por cerca de 50 países e era composto por cerca de 300 empresas (financeiras e não financeiras) (Saraiva, 2015). Porém, de acordo com o Deputado do PSD[[30]](#footnote-31) Pedro Manuel Saraiva, a arquitetura do GES assenta-se em 3 pilares essenciais: i) por holdings ou SGPS que são empresas não operacionais, controladas pela Família Espírito Santo; ii) ramo não financeiro dominado essencialmente pela holding ou SGPS Rioforte e iii) o ramo financeiro dominado pela holding ESFG, que engloba o GBES, sendo o BES a estrutura central do todo do grupo (Saraiva, 2015). Para melhor compreensão da estrutura do GES em baixo segue o organograma ilustrativo do GES simplificado em Junho de 2014



Figura nº . Organograma Simplificado do GES em Junho de 2014

Fonte: (Amaral, 2015:145)

Através do organograma, podemos ver como é que a Família Espírito Santo controlava o GES. A questão central é que as holdings do GES que são controladas pela Família Espírito Santo são as mesmas que lançaram o GES em problemas, relatados em 2013 e acumulados em 2014. O Crédit Agricole assume um papel importante no apoio a família Espírito Santo e ao próprio GES. Como podemos ver as empresas centrais do GES, são as holdings Espiríto Santo Control (ESC), Espírito Santo International (ESI), Rioforte e Espírito Santo Financial Group (ESFG).

## 3.5. A Crise no GBES e GES: 2013-2014

A confusão em que o GBES se viu envolvido em 2014 na verdade começou em 2013. De certeza que os problemas apresentados pelos GBES e algumas das empresas mais importantes do GES em 2014 eram inesperados pela sociedade portuguesa, pelos clientes do GBES e do GES e pelo próprio Estado português. As entidades de supervisão em Portugal, nomeadamente a Comissão de Valores Mobiliários (CMVM), o Instituto de Seguros de Portugal (ISP) e a Associação Portuguesa de Bancos (APB) falharam naquilo que são as suas funções. Principalmente o BdP que possuí por lei a competência de supervisionar e regular as instituições de créditos e sociedades financeiras acabou por não cumprir o seu papel de supervisor e regulador. Os problemas do GBES e do GES, remontam práticas de gestão com alguns anos de desobediência da regulação nacional. O facto do BdP desde muito cedo não ter agido em relação ao comportamento desviante do BES face a legislação legal cujo BdP deve fazer cumprir, criou um ambiente de medo para os investidores, na medida em temiam que os outros bancos europeus também estariam em maus lençóis (Koswmann et al., 2014).

De acordo com o Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito de 2015 à Gestão do BES e do GES, os problemas do GES começaram com uma espiral ascendente de dívida da Espírito Santo International (ESI), relatada ao 31 de Dezembro de 2013 em mais de 8 mil milhões de euros, onde os juros da dívida anual acrescentam cerca de 400 milhões (Saraiva, 2015). A ESI detida pela Espírito Santo Control (ESCON) é uma holding central na garantia o domínio do GES pela Família Espírito Santo. No mesmo relatório de 2013, avaliação levada ao cabo pela KPMG, em 31 de Dezembro de 2013 as contas consolidadas da ESI, revelaram prejuízos acumulados que ultrapassam a casa de 5.300 milhões de euros. Face a essa situação o GES tentou ocultar as contas da ESI, recorrendo a subvalorização do passivo e sobrevalorização do ativo da holding. A prova disso é a ESI possuir um balanço de 180 milhões em 2008 e em 2012 apresentar de forma megalómana um balanço no valor de 1.300 milhões de euros (Saraiva, 2015). Por outro lado, o BES teve uma exposição ao BESA (Angola), que foi crescendo ao longo do tempo, consolidando em 30 de Junho de 2014 no valor de 3.880 milhões de euros. De acordo com o documento orientado por Pedro Manuel Saraiva à Assembleia da República Portuguesa, os sucessivos relatórios de contas e de auditoria da situação contabilística do BESA, nenhum apontou para os problemas que o banco viria a ter em 2012.

Após o confronto com o Estado venezuelano em Junho de 2014, Ricardo Salgado até então Presidente da Comissão Executiva e Vice-Presidente do Conselho de Administração do BES no mês seguinte recorreu a um processo de engenharia financeira denominada “Circularização de Dívida”, permitindo ao BES recomprar as obrigações emitidas acima do valor de mercado. Este processo garantiu dívidas e prejuízos ao BES. A Eurofin[[31]](#footnote-32) apropriou-se da rentabilidade da operação, no valor de 780 milhões de euros para pagar os clientes do BES detentores de títulos de dívida das empresas do GBES. A atitude engenhosa de Ricardo Salgado foi feita à margem da Comissão Executiva do BES (Saraiva, 2015). Mas, por outro lado, alguns aplaudiram a operação de Salgado. Maria João Gago escreveu no Jornal Negócios que “Foi o aumento de capital com mais sucesso desde 1992” (Gago, 2014). Outros Jornais importantes como o Público e o Económico partilharam da mesma manchete com o Jornal de Negócios. No entanto, o Jornal Esquerda. Net apresentou o aumento de capital por parte de Ricardo Salgado em contraponto com outro facto que é a queda do valor das ações do BES na bolsa, passamos a citar a título da notícia: “BES já perdeu em Bolsa mais do que o valor do aumento de capital feito em junho” (Esquerda. Net, 2014). Nesse sentido a engenharia financeira de Ricardo Salgado foi alvo de grande escrutínio crítico.

Por alguma razão a Portugal Telecom (PT) mantinha relações muito estreitas com o GES. Foi descoberta que a PT tinha uma exposição ao GES na ordem de 4.992 milhões euros, perfazendo 98% das disponibilidades da tesouraria da mesma. A PT foi o túnel que permitiu o financiamento da ESI e da Rioforte[[32]](#footnote-33) (Saraiva, 2015). Os factos acima descritos, como afirma o deputado relator do PSD consolidam aquilo que é apresentação de resultados já em 2014. Sendo os prejuízos acumulados dos quatro trimestres do ano de 2013, perfazem no total 3.577 milhões de euros, superando quase na totalidade os ganhos do segundo trimestre de 2014. Nas palavras do deputado relator, foi um verdadeiro “trimestrus horribilis” (Saraiva, 2015). Para piorar a situação o BES enfrenta um problema de liquidez, vejamos a seguinte citação:

“Em paralelo, ao longo do mês de Julho o BES enfrenta enormes dificuldades de liquidez, decorrentes de uma diminuição do volume de depósitos na casa dos 6 mil milhões de euros, sendo obrigado a recorrer á linha de emergência gerida pelo de Banco de Portugal, para enfrentar tais dificuldades” (Saraiva, 2015:10).

A apresentação de resultados em 2014 do BES e juntamente com a diminuição dos depósitos contribuiu para que o BES não cumprisse legalmente os rácios mínimos de solvabilidade, que inclui um Commom Equity Tier 1 Ratio de 5%[[33]](#footnote-34), e o BES apresentava um Common Equity Tier 1 Ratio de 3% (situação de Subcapitalização) sendo o rácio de solvabilidade total encontrava-se no 6.5% comparativamente ao quadro legal do BdP que exige o mínimo de 8%. (BdP, 2016). Nestas circunstâncias um plano de resgate era mais que necessário. A crise no GBES e no GES foi um grande choque quer para a elite política quer para a elite empresarial do país, e também para os mercados financeiros europeu já frágeis devido a crise. O principal mercado de ações de Portugal caiu para 22% desde que os problemas do GES emergiram (Koswmann, et al., 2014).

## 3.6. A Resposta Política do Banco de Portugal

Na medida em que o BES enfrentava problema liquidez (podendo não vir a cumprir as suas obrigações para com os seus credores), nestas circunstâncias só restava o auxílio do Estado ou do BdP. Também é verdade que as circunstâncias na altura não eram fáceis pois os efeitos da Grande Recessão de 2008/2009 ainda se faziam sentir. As condições de financiamento interbancário tornaram-se muito complicadas como vimos no capítulo dois. Especialmente o mercado financeiro e interbancário da zona euro congelou, embora os bancos tivessem acesso à liquidez do Banco Central Europeu (BCE), os mesmos estavam relutantes em emprestar fundos uns aos outros e também relutantes em conceder crédito as empresas e as famílias. O Banco Central Europeu (BCE) reagiu a apresentação de resultados do BES em 2014, anunciando em Agosto que iria retirar ao BES o Estatuto de Contraparte (o BES perde o acesso as operações de Política Monetária, descritas no capítulo dois, sobre o quadro técnico da política monetária do Banco Central Europeu (BCE)) e na verdade o fez. A decisão foi tomada pela Direção de Mecanismo Único de Supervisão da zona euro (SSM). O BES para além de perder o Estatuto de Contraparte foi obrigado a devolver o valor de 10 milhões de euros, uma linha de crédito concedido pelo Bano Central Europeu no âmbito das operações de política monetária do Euro Sistema (Ventura, 2014). A perda do Estatuto de Contraparte do Sistema Monetário da zona euro, aprofundou a degradação da confiança na estabilidade do BES e o facto do mesmo ter de devolver 10 milhões euros não era fácil, uma vez que o banco estava enfrentando problemas de liquidez.

Falámos nos capítulos anteriores de programas de resgates financeiros de uma forma mais teórica e com alguma excentricidade do ponto de vista mais académico. No entanto estes programas têm um enquadramento jurídico-legal real a ser seguido. De acordo com a lei portuguesa, o BdP perante uma situação de stresse numa instituição de crédito, é permitido 4 formas possíveis de intervenção, que são:

i) Aplicação de Medidas de Resolução- estas medidas são aplicadas quando é reconhecido que a situação da instituição de crédito pode causar instabilidades ao todo o sistema financeiro nacional. Estas medidas consistem em isolar os ativos problemáticos da instituição para uma futura liquidação, criar uma nova entidade bem capitalizada que suporte as atividades centrais da instituição em problemas. Esta medida permite a continuidade dos serviços oferecidos pela instituição, e protege os clientes, os contribuintes e os fundos públicos (BdP, 2016). São os acionistas e credores da instituição que suportam os custos e por último o Fundo de Resolução[[34]](#footnote-35).

ii) Recapitalização Com Recurso aos Fundos Públicos- o BdP pode propor uma operação de recapitalização com recurso aos fundos públicos. A decisão e a ordem da operação de recapitalização e estabelecimento dos termos e as condições da operação fica sob a incumbência do Ministério das Finanças. O Ministério das Finanças estabelecerá um período para o desinvestimento público no banco e concede aos acionistas do banco o direito de comprar qualquer ação detida pelo Estado resultante da operação de recapitalização (BdP, 2016).

iii) Nacionalização- a nacionalização permite conter as disrupções sistémicas associadas às dificuldades financeiras da instituição de crédito, ajudando mesmo a evitar a falência. Contudo, nacionalização apenas pode ser aprovada pela Assembleia da República, e os seus custos são suportados exclusivamente pelo Estado e consequentemente pelos contribuintes (BdP, 2016). Neste cenário, o Estado assume a completa responsabilidade por todos os passivos e a gestão da instituição em causa. Se a instituição tiver um património líquido positivo, a nacionalização obriga o Estado a compensar os acionistas do banco, por outro lado se for negativa depois da nacionalização, por exemplo prejuízos inesperados, incube exclusivamente ao Estado a restauração dos níveis de solvabilidade da instituição (BdP, 2016).

iv) Liquidação judicial-é retirada a licença à instituição de crédito, a mesma torna-se insolvente, prosseguindo a uma liquidação judicial. Sendo que isto implica a suspensão imediata dos pagamentos e interrupção dos serviços financeiros fornecidos pelo banco à economia. No entanto a liquidação judicial de instituições de crédito no âmbito do esquema de insolvência tem provado inadequado para este tipo de instituição (BdP, 2016). Sendo que, liquidação implica também que os credores sem alguma proteção estejam sujeito os a perdas (depositantes que não são cobertos pelo Fundo de Garantia de Deposito ou depósitos que excedem o limite o sistema de garantia). Neste caso, uma instituição que seja importante do ponto de vista sistémico[[35]](#footnote-36), essas enormes perdas têm potencial para seriamente criar disrupções graves no sistema financeiro e consequentemente a economia real. (BdP, 2016).

O BdP das várias medidas disponíveis, escolheu a primeira ou seja a resolução do GBES ficou sob a aplicação de medidas de resolução. As medidas de resolução são de dois tipos: i) total ou parcial venda dos negócios da instituição em causa para outra instituição de crédito autorizada para dar continuidade aos serviços da instituição problemática e ii) criação de um ou mais “bancos de transição”[[36]](#footnote-37), e a total ou parcial transferência dos negócios da instituição problemática para o novo banco (BdP, 2016). As medidas aplicadas pelo BdP no âmbito das medidas de resolução no BES foram (BdP, 2016): i) aumento de Capital por parte do BES, onde o conselho executivo do BES tinha de apresentar um plano de recapitalização, para garantir que a curto prazo o aumento de capital adequasse aos níveis mínimos de solvabilidade à luz da lei portuguesa; ii) suspensão de direitos de votos no BES ligados a holding ESFG e ESF (Portugal); iii) suspensão com efeito imediato, dos membros dos corpos de diretivos responsáveis por auditoria, compliance e gestão de risco, como também dos membros de conselho de supervisão; e iv) criação de uma comissão de auditorias compostas por oficiais seniores da Pricewaterhouse Coopers e Associados-Sociedade de Revisores de Contas, Lda., até que os acionistas contratassem novos membros para da comissão de auditoria.

O BdP não ficou por aí, levou a cabo uma auditoria forense que tinha como alvo alguns indivíduos que trabalhavam no GBES, inclusive os antigos Chief Executive Officer (CEO), CFO[[37]](#footnote-38) e outros membros da comissão executiva. A atitude do BdP pressupunha a confirmação de atos ilícitos, de relevância administrativa até mesmo criminal, para responsabilização judicial (BdP, 2016). O BdP no âmbito das duas medidas de resolução acima referidas, acabou por optar se pela segunda, transferindo grande parte dos negócios do BES para o denominado Novo Banco, S.A, especialmente com o objetivo de: i) minimizar a deterioração do valor da instituição; ii) proteger os depósitos de particulares e das empresas no BES; c) proteger os créditos concedidos pelo BES e outros ativos do banco; iii) salvaguardar a continuidade dos serviços financeiros fornecidos pelo BES aos seus clientes e ao público em geral; iv) manter a estabilidade e a confiança no sistema financeiro português e v) salvaguardar os interesses dos contribuintes e o fundo público (BdP, 2016). Por que razão o BdP, escolheu as medidas de resolução? Vejamos a resposta citando:

“Em 30 de Julho de 2014, Banco Espírito Santo, S.A. anunciou perdas enormes, acima dos valores apresentados na informação concedida pelo BES e seu auditor externo. Os resultados apresentados em 30 de Julho de 2014 refletem a prática por parte dos gestores de atos seriamente danosos em detrimento do Banco Espírito Santo, S.A. e a violação de determinações de Banco de Portugal que proibiam o aumento da exposição as outras entidades do Grupo Espírito Santo. Os factos correram sob a antiga gestão do Banco Espírito Santo, S.A….Atos cometidos, quando a mudança da antiga gestão já tinha sido anunciada, levaram a uma perda adicional de 1.5 biliões de euros, juntamente com as perdas esperadas após o Banco Espírito Santo, S.A. ter comunicado o mercado no dia 10 de Julho de 2014” (BdP, 2016).

A situação do BES tinha levado a uma intervenção urgente do BdP. As medidas de resolução revelaram-se mais adequadas na medida em que foi possível transferir grande parte dos negócios do BES para o Novo Banco. Os depositantes e os clientes foram protegidos e o sistema financeiro português conseguiu manter a sua estabilidade e garantir a confiança dos agentes económicos quer nacionais como internacionais. O propósito das medidas de resolução foram: i) salvaguardar a confiança dos depositantes, evitar uma “corrida aos depósitos”, que tipicamente estão associadas com a quebra de confiança, que poderia afetar outras instituições do sistema financeiro, e consequentemente poderia ser impossível para as instituições cumprir as suas obrigações com os depositantes, resultando numa “congelação de crédito” com grande impacto na economia real; ii) evitar o risco de contágio sistémico, ou seja, a possibilidade da situação de uma instituição de crédito em problemas ter impactos negativos para todo o sistema financeiro nacional como um todo ou impacto na atividade económica; iii) minimizar os custos para os contribuintes e para o Estado, evitando o uso dos fundos públicos para compensar as falhas do banco associadas à gestão pública e iv) assegurar a continuidade dos serviços financeiros essenciais, nomeadamente a abertura de contas para depósitos, empréstimos, provisão de colateral, fornecimento de serviços de pagamento e gestão de portefólio (BdP, 2016).

Em baixo, segue um esquema de comparação entre as medidas de resolução aplicadas pelo BdP e a recapitalização pública, o esquema comparativo foi elaborado pelo deputado relator do Relatório Final da Comissão de Inquérito a Gestão do BES e do GES. Objetivo aqui de expor este esquema é de mostrar de que certa forma, o procedimento do BdP teve como objetivo poupar o Estado e, principalmente aos contribuintes portugueses. Por outra via os custos associados á outro tipo intervenção do BdP e ou do Estado português teriam consequências muito adversas para a economia e para os cofres do Estado já estrangulados pelas exigências do plano de ajustamento estrutural da Fundo Monetária Internacional no memorando de entendimento com a Troika.

Tabela : Analise Comparativa entre Recapitalização Pública e Medidas de Resolução no caso BES

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Medida de Resolução | Recapitalização Pública |
| Accionistas do BES | Perdas Muito Significativas | Perdas Muito Significativas |
| Titulares de Dívida Subordinada do BES | Perdas Muito Significativas | Perdas Muito Significativas |
| Segregação do BES face ao GES | Muito Elevada | Bastante Limitada |
| Afectação de Meios de Saneamento | 4.900 milhões de euros | Superior ou Muito Superior |
| Afectação de Meios do Estado | 3.900 milhões de euros | Superior ou Muito Superior |
| Tipo de Intervenção do Estado | Empréstimo a FdR | Participação Accionista |
| Incidência Directa do Risco | Sistema Financeiro | Estado |
| Responsabilidade Devolução dos Meios | Fundo de Resolução | Banco Intervencionado |
| Rapidez de Intervenção | Imediata | Algumas Semanas |
| Complexidade Processual Intervenção | Moderada | Elevada |

Fonte: (Saraiva, 2015)

## 3.7. Os Custos Associados a Intervenção do Estado na Economia

“Nas décadas recentes, a maioria dos países ricos ou pobres experienciaram crises bancárias sistémicas que exigiram uma grande e custosa intervenção no sistema bancário. As crises bancárias não só tem um grande impacto no orçamento, como também há repercussões que têm de ser absorvidas com o aumento dos impostos (ou diminuição das despesas), contudo também há custo no que toca ao crescimento económico ao longo prazo” (Honohan e Klingebiel, 2000:2).

Os custos orçamentais em que os Estados incorrem para a resolução de crises bancárias podem ser enormes. De acordo com Honohan e Klingebiel (2003) os governos gastam em média 13% do PIB para restaurar a estabilidade do sistema financeiro. Porém nos casos das crises bancárias na Argentina e Chile em 1982, os gastos ficaram a volta de 40%-50% do PIB e na recente crise no sudoeste asiático os custos foram de 20%-25% do PIB (Honahan e Klingebiel, 2000). Como sabemos muitos países podem não reunir condições para resolverem os problemas causados por uma crise bancária sistémica que se torna muito repentinamente numa crise financeira e gravemente económica. O que sabemos é que para os Estados soberanos, estes detêm a política monetária e orçamental para fazer face à necessidade de liquidez imperativas durante uma crise financeira. Porém, no caso dos países da zona euro, a gestão da estabilidade financeira é processada ao nível nacional e especialmente a competência orçamental para lidar com as crises bancárias é uma responsabilidade dos governos nacionais (Goodhart e Schoenmakerb, 2009). Neste sentido, os Estados que não possuem os instrumentos de política económica para fazer face às crises estão numa situação mais frágil do que os outros que possuem.

Os resgates financeiros resultantes das intervenções dos governos podem ter um efeito perverso no risco de crédito soberano, ou seja podem resultar na dificuldade dos Estados poderem vir a financiar-se juntos dos mercados financeiros e dos investidores privados (Acharya et al., 2013). Estes autores chegam a esta conclusão com base em evidências retiradas na análise das taxas de CDSs sobre os títulos de dívidas dos Estados e bancos europeus. O estudo compreendeu o período entre 2007-2011. A conclusão a que os autores chegaram é que os resgates financeiros fazem aumentar o risco de crédito soberano, ou seja a posição dos Estados naquilo que é notação financeira pode regredir, criando enormes dificuldades de financiamento para os mesmos (Acharya et al., 2013). Para estes investigadores, os resgates financeiros são benéficos para os problemas de investimentos no sector financeiro, mas a longo prazo os incentivos para investimento no sector não financeiro, diminui consideravelmente com base o futuro aumento dos impostos para cobrir os custos dos massivos resgates levados a cabo pelos governos. A curto prazo os resgates financeiros são financiados através da emissão de títulos de dívida pública pelos governos. A longo prazo estes títulos podem conhecer uma baixa de preço, os governos podem incorrer em enormes dificuldades para se financiar junto aos mercados financeiros. Desde de 2011 que os CDSs das dívidas dos Estados da zona euro aumentaram significativamente, podendo levar ao incumprimento dos empréstimos iniciais por parte dos Estados e gerar uma nova crise bancária, na medida em que uma diminuição no valor dos títulos de dívida do Estados na posse dos bancos, pode levá-los a enfrentar problemas de balanço e até mesmo de liquidez (Acharya et al., 2013).

Os resgates financeiros podem assumir, várias formas, desde injeção de capital ou recapitalização, conceção ilimitada de liquidez e nacionalização. Segundo Charles Goodhart e Dirk Schoenmaker (2009) as recapitalizações só são eficientes se os benefícios sociais superaram os custos associados à recapitalização efetuada pelos governos e nesta perspetiva estes autores advogam que a melhor solução é solução privada ou de mercado, a mesma que o governador do Banco de Inglaterra indicou ao Norhtern Rock a quando da crise no gigante britânico e que inicialmente a Reserva Federal tinha proposto a AIG. Mas já explorámos essa ideia, e sabemos que uma solução de mercado não é fácil num ambiente de crise e de profunda degradação de confiança em quase todo o sistema financeiro nacional e internacional. Como afirmou Olivier Blanchard (2009), quando os bancos desatam a vender os seus ativos para adquirir fundos para fazer face as suas necessidades em tempos crise, a desvalorização dos ativos resultante da venda apressada e generalizada dos mesmos pode afunilar ainda mais a crise bancária. A intenção dos governos ao intervir com os resgates financeiros é de diminuir o risco sistémico e restaurar o fluxo de crédito na economia, uma vez que esse é o maior motor do crescimento económico, contudo a recapitalização pode contribuir ao longo prazo para a criação de incentivos para a tomada excessiva de riscos. Na recente crise nos Estados Unidos da América (EUA), estudos evidenciaram que os bancos recapitalizados através dos programas da Reserva Federal, não estavam a conceder crédito a economia norte-americana. As autoridades de supervição norte-americanas não tinham a noção a onde estavam a ser investidos os fundos injetados nos bancos. É importante vermos que as recapitalizações procedem a alterações de duas variáveis centrais na gestão bancária: o risco e a liquidez. Para os governos as recapitalizações são ferramentas com grande nível de sucesso no que toca a restauração do fluxo de crédito na economia.

Os resgates financeiros têm impactos negativos sobre os orçamentos dos Estados, fazendo assim aumentar o défice orçamental. Ao longo prazo um aumento dos impostos ou uma brusca diminuição da despesa pública tem um impacto negativo no crescimento económico do país em causa (Giannetti e Simonov, 2009:6). Neste sentido estes autores mostram preferência por uma abordagem mais restritiva do que acomodatícia quando se trata de resoluções de crises bancárias e financeiras que implicam a atuação dos Estados. Porém, independentemente das escolhas dos governos no que toca ao quadro de resolução das crises, os mesmos terão de estar cientes de que irão da alguma forma lidar com o controlo de riscos.

# Capítulo 4

## 4.1. A Coordenação Internacional em Tempos de Crises Financeira e Económica

**Introdução**

“Achar um equilíbrio certo entre os ganhos de eficiência resultantes da globalização financeira, da preservação da soberania nacional e uma cooperação ótima na gestão de crises, continuará a ser um grande desafio para os decisores políticos do mundo inteiro” (Niepman e Schmidt-Eisnelohr, 2010-11:23).

As instituições financeiras estão cada vez mais interligadas a nível internacional devido a globalização financeira e ao desenvolvimento das novas Tecnologias de Informação e Comunicação (TICs). Como resultado desta interligação e integração, as crises financeiras e as intervenções dos Estados têm grandes efeitos além-fronteiras. Daí a necessidade em tempos de crises bancárias e financeiras globais a criação de um quadro internacional de gestão de crises que procure atingir algum nível de eficácia e eficiência global na resolução das crises.

## 4.2. Cenário de Cooperação Versus Não Cooperação

De acordo com Niepmann e Shmidt-Eisenlohr (2010), a ausência de cooperação, na presença de uma forte ligação interbancária, pode gerar divergência de interesses dos Estados envolventes na resolução da crise. Muito pelo contrário, a detenção de ativos financeiros nacionais por agentes estrangeiros tende a alinhar os interesses dos Estados num cenário de crise bancária e financeira além-fronteiras. Segundo estes autores, as crises bancárias são fenómenos comuns, na medida em que 114 crises ocorreram em 114 países desde dos anos setenta, com forte intervenção dos respetivos governos. Contudo, os novos elementos da mais recente crise é o facto de raramente permanecer nacional, e rapidamente se tornam global, fenómeno resultante do aumento da integração financeira. A crise financeira de 2008/2009 deixou isto bem claro e mostrou-nos que os conflitos de interesses a nível internacional podem ocorrer quando os governos de diferentes países reagem à instabilidade financeira. Veremos este conflito de interesse no caso do banco Icesave entre a Islândia, o Reino Unido e a Holanda. Por outro lado, a perceção de que é necessária uma maior cooperação e coordenação internacional para a gestão de crises tem aumentado (Niepmann e Shmidt-Eisenlohr, 2010).

Segundo Allen e Gale (2002), o efeito contágio entre países pode ocorrer através das ligações internacionais dos bancos sob forma de depósitos interbancários. Os depósitos interbancários possibilitam a partilha internacional de risco a partir de riscos idiossincráticos de liquidez, mas induzem ao risco sistémico, que na visão de Dasgupta (2002) é um risco que surge da interligação dos balanços dos vários bancos. Para Adrian e Brunnermeier, (2008), o risco sistémico é a situação em que a função de intermediação financeira num todo pode ficar em causa, com potenciais e adversas consequências na oferta de crédito para a economia real. Não é por acaso, que quando sistema bancário entra em stresses e pânico, os decisores políticos e os académicos são os primeiros a alertar para o chamado risco sistémico.

A literatura existente não define explícita e rigorosamente este conceito. Sendo que o conceito carece de uma definição técnica e operacional nas palavras de Jonh B. Taylor, no seu artigo “Defining Systemic Risk Operationally”, de 2009. É razoável pensarmos que são muitas as instituições financeiras que beneficiam largamente de fundos dos Estado e das baixíssimas taxas de juros e de outras facilidades dos bancos centrais em tempos de crises, mesmo não sendo as que podem causar graves problemas num ambiente de crise financeira. Como diz, Geoge Shullz, “o problema pode ser sobrestimado ou pode ser razoavelmente contido” (citado em Taylor, 2009:1). O facto do conceito de risco sistémico não estar definido de forma técnica e operacional, condiciona a atuação das entidades competentes levando à não existência de limites aos pacotes dos regastes financeiros. Sendo que uma definição operacionalmente adotada poderia criar alternativas às políticas de resgates financeiros. Pois em tempos de crises financeiras, os bancos e outras instituições podem usar o argumento do “risco sistémico” para manipular a atuação do Estado e dos bancos centrais. Por outro lado, a questão do risco sistémico pode ser politicamente enviesada ou sofrer de conflito de interesses. Por exemplo a questão que pairou durante a atuação da Reserva Federal na negação de um plano de resgates financeiro ao Lehman Brothers e na conceção do programa de resgate sem precedentes históricos mundiais à AIG.

Contudo, o que a literatura existente admite com grande razoabilidade é o chamado efeito contágio atrás definido por Allen e Gales (2000). Sendo mais profundo o contágio ou a propagação dos stresses às diferentes instituições financeiras no sistema como um todo, pode ocorrer por três vias: i) micro contágio, onde a falência de um banco pode conduzir a deterioração dos fundamentos macroeconómicos, o que pode levar ao falhanço de outros bancos; ii) risco da contraparte através de exposições interbancárias (a correlação dos balanços bancários) e por último, iii) através das fire sales (vendas rápidas de ativos), ou seja os bancos em pânico desatam a vender maciçamente os seus ativos, o que leva à descida dos preços nos mercados, incitando os outros bancos a vender os seus ativos. Estas vendas rápidas de ativos podem afetar na forma de paralisação dos mercados de financiamento bancário (Dell` Ariccia e Ratnovski, 2013:7).

De acordo com o modelo desenvolvido por Niepmann e Shmidt-Eisenlohr (2010), a crise espalha-se de um banco localizado no país em crise para o outro banco no país que é afetado pela crise quando o primeiro entra em falência devido uma inesperada necessidade de liquidez e os depósitos interbancários não podem ser pagos por completo. No recente trabalho de Iyer e Peydró (2010), há evidências de provam o contágio através de ligações interbancárias de um grande banco. Os Estados podem intervir para evitar falências através de políticas de recapitalização quando se dá a possibilidade de uma bancarrota. A intervenção é financiada através dos impostos sobre o rendimento, o que cria grandes distorções a nível fiscal afirmam os autores, contudo ao longo do trabalho já vimos que existem várias formas de financiamento dos programas de regastes financeiros quer nacionais, quer internacionais. Por exemplo para Diamond e Dybvig (2002) os programas de resgates financeiros são financiados por impostos mas, para Gales e Vives (2002), estes programas são financiados através da política monetária. Ambas as visões não são excludentes. Independentemente das formas de financiamento dos programas de resgates, de facto tem sido significativo o fardo proveniente das crises bancárias e financeiras (Renhart e Rogoff, 2008).

No modelo de Niepmann e Shmidt-Eisenlohr (2010) em que os autores exploram os ganhos e as perdas num cenário de cooperação e não cooperação para a resolução de uma crise bancária e financeira internacional, as três causas de ineficiência num cenário de não cooperação são: i) as externalidades surgem pelo facto do governo maximizar o bem-estar nacional, mas não tem em conta o efeito spillover; ii) o governo num cenário de não cooperação não partilha o custo dos resgates financeiros, o que aumentaria a distorção fiscal total e por último iii) o problema de *free-riding*. De acordo com o modelo destes dois autores, um resgate no país afetado beneficia o país em crise ou seja o país onde a crise começou através do retorno dos pagamentos dos depósitos bancários. A antecipação de uma intervenção no país afetado pode levar a que o país em crise não crie programas de resgates financeiros. Quanto maior forem as ligações interbancárias, maiores serão os incentivos para free-riding afirmam os autores. A conclusão a que Niepmann e Shmidt-Eisenlohr chegam é a de que a cooperação internacional é particularmente importante para melhores resultados do ponto de vista do bem-estar global e quando estes são aceitáveis na perspetiva nacional. A competição internacional para angariação de clientes entre os bancos aumentou significativamente nos últimos anos devido à globalização financeira e às novas Tecnologias de Informação e Comunicação. Neste sentido os autores incluem na sua análise a possibilidade de detenção de ativos financeiros por estrangeiros além-fronteiras e analisam o seu impacto na intervenção do governo.

## 4.3. Cenário de Cooperação e Coordenação em 2008-2009

O cenário de cooperação e de coordenação internacionais durante a recente crise financeira ocorreu porque houve uma necessidade imperativa de haver um modelo de gestão internacional de resolução da crise ou pelo menos da sua contenção que evitasse danos profundos na economia mundial. O líder deste processo a nível internacional foram os Estados Unidos da América (EUA) através da Reserva Federal que agiu como um verdadeiro credor de último recurso internacional. Face à globalização financeira, as externalidades dos programas de resgate quer a nível nacional quer internacional e os custos associados a estes programas, a crise de 2008/2009 juntou os principais bancos centrais do mundo. Como já referimos a Reserva Federal (com um papel de liderança), Banco de Inglaterra; o Banco Nacional da Suíça, Banco do Japão; Banco Central Europeu (BCE), o Banco Nacional da Dinamarca e o Banco Popular da China (Felkerson, 2011).

A mais recente crise financeira global caracterizou-se por uma crise de liquidez e de insolvência sistemáticas de vários bancos e outras instituições financeiras nos sistemas financeiros nacionais com implicações internacionais. O primeiro programa de pendor internacional foi lançado pela Reserva Federal dos Estados Unidos da América (EUA) em 2007, com a designação de Central Bank Liquidity Swap Lines (CBLS). Este programa consistia na criação de linhas de swaps onde os bancos centrais iriam trocar entre eles as suas diferentes moedas com uma data de maturidade e taxas de juros específicas. Os swaps de dólar criado pela Reserva Federal permitiam os bancos centrais estrangeiros emprestar dólares em condições pré-estabelecidas. Porém os outros bancos centrais iriam vender à Reserva Federal as suas diferentes moedas a taxas de câmbio (Felkerson, 2011). Nesse sentido os bancos centrais estrangeiros acordariam em voltar comprar as suas respetivas moedas num momento específico à mesma taxa de câmbio ao fim da maturidade do crédito. Em Dezembro de 2007 foram lançadas as primeiras linhas de swaps entre o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Nacional da Suíça. Ao longo da crise, a Reserva Federal, através da Comissão Federal de Operações de Mercado Aberto (FOMC) acabou por abrir o programa para mais bancos centrais. Podemos ver através da tabela abaixo os participantes na CBLS.

Tabela : Central Bank Liquidity Swaps Lines (CBLS) - Empréstimos por Bancos Centrais Estrangeiros, em mil milhões de Dólares

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Borrower | Total | Borrower | Total |
| European Central Bank | $8,011.37 | Sveriges Riksbank (Sweden) | $67.2 |
| Bank of England | 918.83 | Reserve Bank of Australia | 53.175 |
| Swiss National Bank | 465.812 | Bank of Korea (South Korea) | 41.4 |
| Bank of Japan | 387.467 | Norges Bank (Norway) | 29.7 |
| Denamarks Nationalbank (Denamark) | 72.788 | Bank de Mexico | 9.663 |

Fonte: (Felkerson, 2011)

Em Setembro de 2008, a Reserva Federal levou ao cabo a expansão da linha de swaps, sendo que a Comissão Federal de Operações de Mercado Aberto autorizou a ampliação do fundo para 185 mil milhões de dólares para bancos centrais do Japão, Inglaterra e Canadá. A Reserva Federal trabalhou de forma conjunta com os outros bancos centrais com o objetivo de eliminar as ondas de pânico bancário que assolavam os países avançados. A extensão acompanhou a falência de Lehman Brothers e o resgate financeiro da AIG no valor de 85 mil milhões de dólares sem precedentes na história da economia norte-americana e do mundo (Amadeo, 2015). Em termos percentuais dos empréstimos gerados no âmbito do programa de swaps, o BCE foi o maior mutuário do programa com 80%; seguido pelo Banco de Inglaterra 9%; Banco Nacional da Suíça 4%; Banco do Japão 4% e os outros com 3% (Reserva Federal, 2011).

Em 11 de Março de 2008, a Reserva Federal lança um segundo programa de cunho internacional, dentro daquilo que eram as ferramentas não convencionais em tempos de crise financeira, e o programa foi denominado de *Term Securities Lending Facility* (TSLF). Este programa consistia em leilão de liquidez a prazo à semelhança do *Term Aution Facility* (TAF), no entanto a Reserva Federal exigia duas classes de colaterais que os mutuários deveriam deter. A primeira classe de colateral deveria ser: *Federal Agency Debt*[[38]](#footnote-39), *Federal Agency Residential-Mortgage-Backed Securitie*s (MBS)[[39]](#footnote-40) e Non-Agency *AAA/Aaa-Rated Private-Label Residencial* MBS[[40]](#footnote-41) (Reserva Federal, 2008). Enquanto que na segunda classe de colaterais encontravam-se: Agency *Collateralized-Mortgage Obligations[[41]](#footnote-42) e AAA/Aaa-Rate Commericial-Mortgage-Backed Secutiries*[[42]](#footnote-43). Em finais de Junho em momentos de elevado stresse nos mercados financeiros a Reserva Federal anunciou a TSLF Options Program (TOP), que permitia aos participantes o direito, e não pelo contrário a obrigação de pedir fundos emprestados em caso de necessidade. A TSLF e o TOP são importantes, porque marcaram o início do uso dos poderes conferidos à Reserva Federal pela secção 13 (3) do estatuto da instituição (Felkerson, 2011). A tabela seguinte mostra-nos os participantes dos respetivos programas, e os referidos montantes emprestados.

Tabela : Term Securities Lending Facility e TOP participantes, em mil milhões de Dólares

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Borrower | Totals | Borrower | Total |
| Citigroup Global Markets | $348 | Credit Suisse (Switzerland) | $261 |
| RBS Securities Inc. (United Kingdom) | 291 | Goldman, Sachs & Co. | 225 |
| Deutsche Bank Securities (Germany) | 277 |  |  |

Fonte: (Felskerson, 2011)

## 4.4. A Reserva Federal como Credor Internacional de Último Recurso

O credor de último recurso é a função que o banco central tem como entidade que concede empréstimos aos bancos comerciais e outras instituições financeiras, quando as mesmas não têm outros meios para obter fundos (Financial Times, 2008). Embora não conste o Estado na definição, a verdade é que ao lado do banco central através das várias ferramentas dentro da política monetária que o mesmo dispõe, os governos através da política orçamental acabam por ser também um credor de último recurso. Em tempos de crise os governos e os bancos centrais, desempenham um papel chave na concessão de fundos as empresas financeiras com problemas. Quando os governos ou os bancos centrais não reúnem os fundos necessários para a estabilização do sistema financeiro em tempos de crise, o Fundo Monetário Internacional (FMI) acaba também por assumir o papel de credor de último recurso numa perspetiva internacional (Busines Dicitionary, 2016). Na mais recente crise, o Fundo Monetário Internacional (FMI) teve um papel preponderante não conceção de assistência técnica e financeira aos Estados em profunda recessão económica, que não conseguiam honrar quer os seus cumprimentos internos como externos, por exemplo Portugal, Irlanda, Grécia.

De acordo com Paul Tucker (2014), num artigo do Banco de Pagamentos Internacionais (BPI) denominado “repensar o credor de último recurso”existem quatro escolas de pensamento sobre o papel do credor de último recurso: i) a escola o sistema bancário livre advoga a abolição do banco central como credor de último recurso; ii) visão de tichmond, o banco central só deve emprestar dinheiro apenas através das operações de mercado aberto a todo o mercado, não concedendo assim empréstimos via acordos bilaterais e abolir as operações de janelas de descontos[[43]](#footnote-44), iii) a visão da reserva federal de nova Iorque, o banco central deve conceder empréstimos livremente a todas as instituições financeiras quer sejam solventes ou insolventes, e quando necessário com poucas exigências de modo a manter o sistema de crédito na economia em funcionamento e, por último iv) visão clássica de bagehot- o banco central deve emprestar livremente às instituições solventes mas com problemas de liquidez, exigindo bom colateral e altas taxas de juros (BPI, 2014). Podemos ver que os vários bancos centrais do mundo, principalmente a Reserva Federal, o Banco de Inglaterra e o Banco Central Europeu (BCE) durante a crise financeira e económica de 2008 estiveram entre aperspetiva da atuação da Reserva Federal de Nova Iorque e a visão clássica de Bagehot.

Antes da criação do programa de swaps com os bancos centrais estrangeiros, a Reserva Federal já tinha procedido em Dezembro de 2007, à concessão de liquidez aos bancos e outras instituições financeiras estrangeiras. O programa criado pela Reserva Federal com este propósito foi o Leilão de Liquidez à Prazo (TAF), já mencionado no capítulo dois deste trabalho. O programa permitiu a participação de Barclays PLC e do Royal Bank of Scotland Group PLC, ambos do Reino Unido juntamente com bancos nacionais como Wells Fargo e Bank of América. Na mostra-nos os cinco principais participantes neste programa e os empréstimos concedidos durante o ano de 2009. Em 2010 quando findava a maturidade dos mesmos, os empréstimos foram todos pagos na sua totalidade, tanto o principal como os juros de acordo com as cláusulas dos respetivos contratos (Felkerson, 2011).

O Banco Central Europeu (BCE), não teve um papel de liderança à semelhança da Reserva Federal dos Estados Unidos da América (EUA), uma vez que também se encontrava na luta pela resolução da dupla crise da zona euro, crise financeira e económica e crise das dívidas soberanas das economias periféricas da Europa. Contudo em Dezembro de 2013, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Central da China, estabeleceram um acordo de swaps. O acordo permitiu o acesso imediato por parte do Banco Central Europeu (BCE) a de 350 mil milhões de yuan e 45 mil milhões de euros por parte do Banco Central da China. O acordo de swaps criava liquidez em caso de emergência, tornando mais fácil, os bancos da zona euro, fazerem transações em yuan do que insistirem em dólares ou euros já escassos nos mercados. A China também criou linhas de swaps com Hungria, Albânia e Islândia. Este programa acabou por ser o objetivo do Banco Central da China de tornar o yuan numa das moedas mais transacionadas no mundo (Amadeo, 2015).

O problema central e que exige imperativamente uma gestão e resolução a nível internacional de uma crise financeira global é que como sabemos os bancos têm operações além-fronteiras e as intervenções dos governos são limitadas pelas fronteiras nacionais. Se os governos não cooperam quando lidam com uma crise de nível internacional, e pelo contrário agem de forma estratégica e individualista, isto pode fazer com que as decisões estratégicas e individualistas levem a resultados “sub-ótimos” do ponto de vista global. Os diferentes arranjos institucionais que permitem que os governos cooperarem com regras bem especificas podem melhorar os resultados e aprimorar a gestão internacional da crise (Niepmann e Shmidt-Eisenlohr, 2010/11). Estudos desenvolvidos por Freixas em 2003 e por Goodhart e Schoenmaker em 2008 evidenciaram que a cooperação entre os governos pode ser benéfica quando a estabilidade financeira é um bem público, sendo que é partilhado entre países.

 Quando os Estados decidem criar programas de apoio financeiro para bancos nacionais em problemas com fundos dos contribuintes é criado um desequilíbrio social que provém da distorção fiscal. E este desequilíbrio leva ao afunilamento da desigualdade de rendimentos, uma vez que será o fundo dos contribuintes que permitirá a liquidação dos ativos dos bancos e conter a perda dos depositantes. Os Estados preocupam-se predominantemente com o bem-estar dos seus cidadãos, e quando lidam com as crises financeiras de forma individual sem cooperar com outros Estados, a gestão da crise pode ser sub-otima por três razões: i) os decisores políticos não têm em conta os efeitos positivos das suas ações no bem-estar dos cidadãos estrangeiros; ii) o Estado pode agir de forma oportunista, antecipando a intervenção do outro Estado, decidindo não agir e poupar os seus contribuintes e iii) em geral os Estados não repartem os custos dos resgates financeiros (Niepman e Shmidt-Eisenlohr, 2010/11).

Por exemplo em Setembro de 2008, os Estados Unidos da América (EUA) negaram o pedido de resgate financeiro ao Lehman Brothers. A falência resultante da negação aumentou a espiral de recessão a nível internacional, levando a que outros Estados tivessem que implementar vários planos de resgates às grandes instituições financeiras ligadas à Lehman Brothers. Se o governo norte-americano tivesse incentivos e tivesse em conta os efeitos além-fronteiras da sua ação, o mesmo estaria mais disposto a conceder o apoio na altura necessária para impedir a falência do banco Lehman Brothers. Após a falência de Lehman Brothers o governo e a Reserva Federal garantiram o apoio necessário a sobrevivência da AIG. Sem esta medida, muitas instituições financeiras estrangeiras sofreriam enormes perdas, o que levaria à intervenção dos Estados nos respetivos países (Niepman e Shmidt-Eisenlohr, 2010/11). Na análise de Niepman e Shmidt-Eisenlohr, muitos países acabaram por serem “free-rider” ou seja não criaram planos de resgates financeiros a nível nacional, na medida que aguardavam seguramente um resgate maciço à AIG, e de facto foi o que aconteceu.

## 4.5. Cenário de Não Cooperação em 2008: Reino Unido, Holanda Vs. Islândia

Quando a recessão financeira e económica de 2008 começou, a Islândia foi fortemente afetada, na medida em que o país estava altamente conectado nas finanças internacionais. Os processos de financeirização da Islândia foram entre o período de 1990 à 2000, onde um governo de cunho altamente liberal procedeu as políticas de desregulação, liberalização e privatização da pequena economia nórdica. As motivações políticas por de trás de tal mudança estrutural da economia islandesa prenderam-se com o avanço global do neoliberalismo e dos triunfos das políticas neoliberais nos finais de 1970 e o início de 1980 (Guðmundsson, 2015). No primeiro capítulo de enquadramento teórico e conceptual analisámos profundamente o neoliberalismo quer do ponto de vista histórico como operacional e nesse sentido, é fácil compreendermos o processo de financeirização da Islândia.

Quando a crise bateu às portas da Islândia em Outubro de 2008, o governo respondeu criando o denominado Emergency Act, que conferia à Autoridade de Supervisão Financeira (FSA) do país os plenos poderes para dividir os três maiores bancos comercias do país em problemas, em duas partes: um “novo” banco que se ocuparia de todas as atividades financeiras domésticas e um “velho” banco que se focaria nas atividades internacionais. O documento também determinou que os depósitos bancários iriam ser a prioridade da atuação do governo deixando em segunda mão os pedidos de resgates para os bancos. Nesse sentido, o governo emitiu automaticamente um sistema de garantia para todos os depósitos bancários (Guðmundsson, 2015).

A complicação surgiu com o banco islandês Icesave. Icesave era um banco que funcionava pela internet criado pelo Landsbanki. De acordo com Niepmann e Shmidt-Eisenlohr (2010/2011), o custo de providenciar um sistema de garantia de depósitos para todos os depositantes seria muito alto, em proporção da pequena população islandesa, dado o tamanho do passivo do banco. Muitos britânicos e holandeses possuíam depósitos no Icesave, pois o banco praticava taxas de juros altas atraentes para as poupanças em comparação com os bancos britânicos ou mesmo holandeses e, nesse sentido conseguiu cativar muitos clientes (Boyce, 2013). Contudo compensá-los por possíveis perdas na falência da Icesave acabou por não ser uma opção do governo islandês. Então o sistema de garantia de depósitos só foi aplicado para os cidadãos islandeses excluindo os depositantes ingleses e holandeses. Nestas circunstâncias as perdas para o Reino Unido e para Holanda seriam consideráveis, sendo que o Icesave deixou à deriva cerca de 300 mil depositantes britânicos com o seu colapso (Boyce, 2013). O Reino Unido reagiu enquadrando o comportamento da Islândia como prejudicial aos interesses britânicos, tendo sido catalogado como um crime no âmbito do Antiterrorismo (politics.co.uk, 2008). Com base nesse enquadramento jurídico, o Reino Unido foi capaz de apreender ativos do banco Landsbanki no valor de 4 mil milhões de libras. As relações britânico-islandesas chegaram ao nível mais indesejado na história de cooperação e relações bilaterais entre os dois países nórdicos. O primeiro-ministro islandês reagiu à atitude britânica afirmando que estava desapontado com a falta de apoio dos países ocidentais e avisou que iria à procura de “novos amigos” que concedessem linhas de empréstimos, neste caso a Rússia (politics.co.uk, 2008).

O Emergency Act passado em Outubro de 2008 no parlamento islandês não só foi alvo de ataque por parte do Reino Unido e da Holanda, como também de muitos outros bancos estrangeiros que operavam na pequena ilha. Muitos bancos estrangeiros tinham concedidos empréstimos aos bancos islandeses antes do colapso financeiro. E nesse sentido reclamaram junto da Autoridade de Supervisão da Associação Europeia de Comércio Livre (EFTA)[[44]](#footnote-45) que o Emergency Act era ilegal no âmbito do Acordo de Espaço Económico Europeu (EEA). Após a análise do caso pela Autoridade de Supervisão da EFTA, a Islândia saiu vencedora do caso, não tendo assim que pagar nem aos britânicos e aos holandeses como também aos outros bancos estrangeiros (Autoridade de Supervisão da EFTA, 2010) A questão da globalização financeira e o desenvolvimento novas Tecnologias de Informação e Comunicação é central na mais recente crise. O banco Icesave, que só funcionava pela internet, foi autorizado a operar no Reino Unido através da licença concedida pela Autoridade de Serviços Financeiros britânica (FSA) e da ratificação do código bancário britânico. O Icesave pertencia tanto ao esquema de proteção de depósitos da Islândia como ao esquema de compensação dos serviços financeiros no Reino Unido (Jones, 2008). O Icesave era o banco islandês mais antigo, depois de Kaupthing Bank, contudo a contração agressiva de crédito que rompeu em 2008 expôs as falhas no modelo bancário expansionista islandês, afirma Havey Jones no The Guardian (2008).

## 4.6. Os Resgates Financeiros e a Natureza da Governação na Industria Bancária

Não é possível compreendermos a necessidade e a forma da intervenção dos Estados e dos bancos centrais durante uma grave crise financeira, se não compreendemos a natureza da governação na indústria bancária. A indústria bancária pela natureza das suas características pode pôr em causa todo um sistema financeiro. As questões dominantes no vocabulário dos cidadãos, durante crises financeiras e nestas crises, são sempre: Por que razão o Estado tem de intervir? Ou porque simplesmente o Estado não deixa os bancos e outras intuições financeiras a deriva ou sujeitos à disciplina de mercado em tempos de crise? A primeira questão é que a governação de bancos é totalmente diferente da governação de empresas não financeiras nas palavras de Hamid Mehran, Alan Morrison e Joel Shapiro (2008). De acordo com estes autores, a governação de bancos difere da governação das empresas não financeiras em dois pontos essenciais. Em primeiro lugar, os bancos têm mais partes envolvidas[[45]](#footnote-46) do que empresas não financeiras. Em segundo lugar, o negócio dos bancos é opaco e complexo, podendo ser alterado muito rapidamente (Mehran et al., 2011).

Os bancos, por norma, consistem em cerca de 90% de dívidas (em oposição às empresas não-financeiras que têm dívidas menores, possuem acionistas e outras partes envolvidas nomeadamente os depositantes e os detentores de dívida subordinada[[46]](#footnote-47). Por conseguinte, a insolvência de um banco tem consequências negativas para o sistema financeiro como um todo (principalmente as grandes instituições) e estas externalidades têm de ser reguladas. Nesta perspetiva o Estado também é uma parte envolvida no banco (Mehram et al., 2011). A crise financeira de 2008 como as outras crises financeiras anteriores teve por base uma má gestão das instituições financeiras alicerçada em objetivos de curto prazo. O interesse dos acionistas pode divergir substancialmente dos das outras partes envolvidas (por exemplo dos depositantes), especialmente no que toca ao risco, onde grande parte dos acionistas preferem volatilidade e perspetivas de curto prazo. Por outro lado, os outros credores do banco preferem baixa volatilidade e uma gestão de longo prazo (Mehram et al., 2011). O facto de termos falado sobre a alavancagem, anteriormente não foi uma opção trivial. O papel da alavancagem difere entre os tipos de indústrias. Para as empresas não financeiras alavancagem, é um recurso de financiamento, enquanto no sector bancário alavancagem é um fator de produção (Mehran et al, 2011). O facto da alavancagem no sector bancário ser um fator de produção, significou que, o seu uso desmesurado levou a Grande Recessão de 2008 e também as outras crises bancárias anteriores, particularmente depois da queda do sistema de Bretton Woods. Como conclusão, em baixo apresenta-se a tabela com os valores acumulados de todos os programas levados a cabo pela Reserva Federal na sua atuação como um verdadeiro credor de último recurso nacional e internacional na crise financeira de 2008.

Tabela : Valores Acumulados dos Programas, em mil milhões de Dólares

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Facility | Total | Percent of total |
| Term Auction Facility | $3,818.41 | 12.89% |
| Central Bunk Liquidity Swaps | 10,057.4 | 33.96 |
|  | (1.96) |  |
| Single Tranche Open Market Operation | 855 | 2.89 |
| Terms Securities Lending Facility and Term Options | 2,005.7 | 6.77 |
| Program |  |  |
| Bear Stearns Bridge Loan | 12.9 | 0.04 |
| Maiden Lane I | 28.82 | 0.10 |
|  | (12.98) |  |
| Primary Dealer Credit Facility | 8,950.99 | 30.22 |
| Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual | 217.45 | 0.73 |
| Fund Liquidity Facility |  |  |
| Commercial Paper Funding Facility | 737.07 | 2.49 |
| Term Asset-Backed Securities Loan Facility | 71.09 | 0.24 |
|  | (10.57) |  |
| Agency Mortgovje-Backed Security Purchase Program | 1,850.14 | 6.25 |
|  | (849.26) |  |
| AIG Revolving Credit Facility | 140.3115 | 0.47 |
| AIG Securities Bonm.ving Facility | 802.316 | 2.71 |
| Maiden Lane II | 19.5 | 0.07 |
|  | (9.33) |  |
| Maiden Lane III | 24.3 | 0.08 |
|  | (18.15) |  |
| AIA / ALICO | 25 | 0.08 |
| Totals: | **$29,616.4** | **100.0%** |

Fonte: (Felkerson, 2011)

## 4.7. A Opinião dos Cidadãos Sobre os Resgates Financeiros

Os governos sempre reagiram a estas crises bancárias e financeiras de forma mais ou menos eficaz, de acordo com os conhecimentos e meios disponíveis. Contudo à medida que a globalização foi avançando e os vários países foram ficando cada vez mais interligados, a economia mundial tornou-se mais globalizada. Acontecimentos como uma crise económica ou uma mudança na política monetária ou orçamental num certo país podem ter efeitos noutros pontos do globo. A crise financeira e económica de 2008 foi de tal dimensão que os programas de regastes financeiros processaram não só num nível nacional, mas sim com grande pendor e necessidade a nível internacional, de modo a conter os efeitos da crise e prevenir uma maior recessão. Neste sentido, é importante vermos qual é a opinião dos cidadãos quanto aos programas de resgates financeiros internacionais levados a cabo por vários países no decorrer da crise financeira e económica internacional.

## 4.8. Enquadramento Teórico

Para o enquadramento teórico sobre opinião dos cidadãos em relação aos programas internacionais iremos recorrer a um trabalho elaborado em 2012 por Michael B. Becthel da ETH Zurich; Jens Hainmueller da *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) e Yotam Margalit da *Columbia University*. O trabalho tem uma componente teórica e prática extremamente útil para a nossa análise e intitula-se “Sharing The Pain: Explaining Public Opinion Towards Internacional Financial Bailouts”. Em termos de literatura, os estudos que examinam as determinantes da opinião pública na política económica externa, tem-se desenvolvido nos anos mais recentes tanto em volume como em forma. Contudo, nenhum estudo procedeu à uma exploração sistemática dos fatores que influenciam as atitudes em relação aos programas de regastes financeiros internacionais. Embora muitos teóricos partilhem da opinião de que o conhecimento dos cidadãos acerca destes assuntos políticos é limitado, contudo não há nenhuma convergência quando aos fatores que infalivelmente determinam a posição das pessoas nestes assuntos (Becthel et al., 2012). No estudo desenvolvido por Becthel, Hainmueller e Margalit (2012), estes autores contemplam três variáveis como sendo determinantes na opinião do público sobre os resgates financeiros internacionais nomeadamente: i) interesse próprio económico (o principal fator); ii) altruísmo e cosmopolitismo e iii) a influência de orientação partidária e conhecimento político.

### 4.8.1. Interesse Próprio Económico

Uma posição comum na área de economia política é que as preferências dos eleitores sobre a política económica é função dos efeitos esperados destas políticas na sua posição económica na sociedade. Sendo mais claro, os indivíduos que pessoalmente esperaram ganhar com o programa irão apoiá-lo enquanto os potenciais prejudicados irão opor-se ao programa (Becthel et al, 2012). Nas investigações de Hayes et al., (2005), Mayda e Rodrik (2005), Scheve e Slaughter, (2001a), O’Rourke e Sinnott (2011) sobre a opinião dos cidadãos em relação ao comércio; em relação ao emigração com Mayda, (2008); Scheve e Slaugther, (2011a) ou mesmo sobre a ajuda externa com Milner e Tingley, (2011), todos estes autores concordam que as preferências dos indivíduos são função da posição dos mesmos na economia e das expectativas que os mesmos têm na forma como as medidas irão afetar os seus rendimentos futuros.

Assim sendo, aplicando a lógica do interesse próprio económico para explicar a variação no suporte aos programas de resgates financeiros, exige-se teorizar como é que os eleitores avaliam o impacto do resgate na sua situação económica. A verdade é que os regastes de alguma forma tem de ser financiados e a curto prazo este financiamento pode ocorrer de três formas: i) aumento dos impostos; ii) diminuição das despesas em programas domésticos e iii) recorrendo à empréstimos. Esses pontos acima referidos são centrais na maneira como os indivíduos irão avaliar o impacto do programa nos seus rendimentos provenientes dos salários ou dos programas públicos (Becthel et al., 2012). Segundo Sheve e Slaughter (2004), os indivíduos também podem ter rendimentos provenientes de detenção de ativos financeiros. Nesse sentido Becthel, e os seus companheiros afirmam que uma das formas em que os resgates financeiros podem ajudar no bem-estar económico dos cidadãos é evitando um colapso no valor dos ativos financeiros causado por um inesperado incumprimento da dívida soberana (Becthel et al., 2012).

### 4.8.2. Transferências de Fundos Através de Impostos

Neste ponto, o que a literatura afirma sobre redistribuição interna é que os beneficiários líquidos das transferências com base dos impostos irão apoiar os programas de resgates, enquanto os contribuidores líquidos irão opor-se ao programa (Alesina e Ferrara, 2005; Corneo e Gruner, 2002). Por outro lado, os indivíduos de altos rendimentos acharão que os programas de resgates irão exigir impostos mais altos para o seu financiamento e, nesse sentido é possível esperar destes indivíduos um grande oposição à estes programas em relação aos indivíduos de baixos rendimentos (Meltzer e Richard’s, 1981).

### 4.8.3. Redução das Despesas Nacionais

A redistribuição interna e as transferências sociais beneficiam os cidadãos mais pobres (Alesina e Ferrara, 2005). Assim sendo, as transferências internacionais providenciam benefícios imediatos para indivíduos noutros países, contudo assistem a população local apenas indiretamente. Neste sentido os eleitores que esperam que estas transferências irão reduzir os recursos financeiros disponíveis para programas de assistência interna, tenderão a opor-se às contribuições para os regastes internacionais (Becthel et al, 2012). Nesta perspetiva, os indivíduos que dependem das transferências sociais como por exemplo, indivíduos de baixos rendimentos; desempregados ou trabalhadores empregados em sectores com problemas, serão talvez os maiores opositores aos resgates.

### 4.8.4. Empréstimos

Os empréstimos como alternativa ao financiamento dos resgates financeiros podem ser um recurso atrativo para os decisores políticos porque no curto e médio prazo não, impõem um fardo pesado aos contribuintes em comparação com as políticas de aumento de impostos ou redução das despesas internas. Contudo empréstimos implicam que o fardo da dívida será imposto às novas gerações que no futuro irão ter de pagá-la de alguma forma. Neste sentido, financiar os resgates através de empréstimos, resulta em problemas de custos entres as gerações. Por conseguinte, podemos esperar que os indivíduos jovens venham a ser opositores a tais programas (Fullerton e Dixon, 2010; Thomson, 1996; Johnson e Falkinghna, 1998; Campbell, 1997).

### 4.8.5. Preço dos Ativos Financeiros

Os indivíduos que os investiram em ativos financeiros, como ações e obrigações, tenderão a ser os que mais perderiam com um colapso dos mercados, com o incumprimento da dívida dos Estados. Além disso, os indivíduos que detêm ativos financeiros terão maiores incentivos para se informarem acerca das consequências de um incumprimento da dívida soberana. Por essa via, indivíduos com investimentos em ações e obrigações, seriam os que mais dariam apoio a um programa de resgates financeiro internacional que estabilizasse os mercados financeiros (Becthel et al., 2012).

### 4.8.6. Disposições Sociais e Traços Humanos

As disposições sociais como altruísmo também podem ser importantes para explicar por que razão alguns indivíduos apoiam as transferências financeiras internacionais, enquanto outros se opõem. Indivíduos altruístas tendem a mostrar uma maior consideração pelo bem-estar dos outros, e nesse sentido, é esperado que eles estejam a favor de contribuir com fundos para ajudar outros países em crise (Becthel et al., 2012). A partir do momento em que os resgates são uma forma de redistribuição internacional, será uma potencial disposição social relevante para os indivíduos que têm algum nível de espírito cosmopolita. Por cosmopolita entende-se, que são as pessoas que se identificam com indivíduos que estão distantes geográfica e culturalmente (Becthel et al., 2012).

### 4.8.7. Orientação Partidária

Normalmente os cidadãos estão mal informados acerca de questões políticas complexas e por essa viam acabam por forma a sua opinião com base na posição tomada pelos seus partidos (Becthel et al., 2012). Estudos conduzidos por Lupia, (1994) e Druckman, (2001) corroboram a ideia de Becthel e dos seus colegas. Por conseguinte, os resgastes financeiros constituem exemplo de um complexo problema político, onde os indivíduos poderão inclinar a sua opinião na visão política do seu partido. Por outro lado, Zaller (1992) afirma que geralmente os indivíduos com baixo nível de informação sobre um tópico tendem a apoiar na visão do partido. Então podemos concordar que a orientação partidária tem um grande impacto na atitude dos cidadãos que são menos bem informados politicamente (Becthel et al., 2012). Em suma, de acordo com a literatura sobre a redistribuição interna, espera-se que a clássica distinção entre a esquerda e a direita se aplica a redistribuição internacional, onde partidos da direita tendem a ser mais opositores na ajuda aos países estrangeiros e por outro lados os esquerda mais favoráveis à redistribuição.

## 4.9. Análises Práticas: Estados Unidos da América e Reino Unido

**Estados Unidos da América**

De acordo com um estudo feito pelo PewResearch Center em 2008, no que toca a opinião dos norte-americanos acerca dos programas de regastes financeiros a Wall Street elaborado pelo governo, chegou-se a conclusão que 57% da população americana estava a favor do resgate financeiro a Wall Street e Obama foi visto como sendo bem capaz para lidar com a crise (PewResearch Center, 2008). Por outro lado um em cada dois americanos achava que o governo agiu bem, em investir biliões de dólares na estabilização do sistema financeiro. Sendo que contra os 57% a favor, estiveram 30% a afirmar que atuação do governo era má e 19% dos entrevistados afirmaram que o governo estava a fazer um excelente trabalho, resgatando os bancos de Wall Street que estavam com problemas financeiros. O presidente Obama comparativamente a Jonh McCain, foi considerado o melhor na resolução da crise, tendo recebido 47% dos votos e McCain 35% (PewResearch Center, 2008). Por outro lado, 64% dos americanos afirmaram que sabiam muito acerca da atuação da Reserva Federal no que toca aos empréstimos concedidos a AIG e 59% estava bem atentos acerca da situação do Lehman Brothers no que toca a oficialização de falência, 49% dos entrevistados ouviram acerca da venda de Merrill Lynch a o Bank of America (PewResearch Center, 2008). Continuando com a pesquisa a PewResearch Center descobriu que 24% dos americanos entendia os problemas em Wall Street, 48% entendia muito bem as origens e o desenrolar da crise financeira e económica contra com os 28% que afirmaram saber muito pouco ou quase nada sobre a crise. Porém, o que é central é que 54% dos 48% (os que entendiam muito bem da crise) afirmaram que a atuação do governo dos Estados Unidos da América (EUA) era positiva. Embora a questão da orientação política seja desenvolvida mais a frente, a questão é que no caso americano 38% dos democratas e dos republicanos afirmaram que o governo reagiu mal a crise financeira (PewResearch Center, 2008).

**Reino Unido**

De acordo com Stephanie Rikhard, professora de política global na London School of Economic (LSE), as opiniões dos cidadãos em relação aos resgates financeiros internacionais, variam de país para país e por outro lado, existem as variáveis independentes que são: i) os benefícios provenientes do país em causa (neste caso o Reino Unido) e ii) a literacia financeira, ou seja, o conhecimento individual sobre as questões financeiras e económicas implicadas nos respetivos resgates (Rikhard, 2012). Num estudo desenvolvido entre os professores e académicos de Política Internacional do Reino Unido, a autora afirma que grande parte do apoio aos resgates financeiros vem da academia, na medida em que 48% dos académicos apoiaram os empréstimos concedidos à Irlanda e 52% apoiaram a posição do governo britânico (Rikhard, 2012).

 Segundo a professora Stephanie, a opinião dos cidadãos quanto aos resgates financeiros, contemplam a questão de identidade do país beneficiário, sendo que háuma forte tendência para o apoio para os resgates dos países com o quais se tem fortes laços económicos e de cooperação. Sendo isto verdade, na medida em que os ingleses deram mais apoio ao resgate financeiro à Irlanda do que aos outros países da zona euro, como por exemplo a Espanha. Do total dos professores e académicos entrevistados, 79% dos mesmos concordaram que Reino Unido deveria ajudar a Irlanda enquanto 63% concordaram que o governo britânico deveria apoiar outros países da zona euro como, nomeadamente a Espanha (Rikhard, 2012). Neste sentido, concluiu-se que pessoas mais bem-educadas tendem a apoiar mais os resgates financeiros, como prova tivemos 42% de britânicos de elevada qualificação[[47]](#footnote-48) entrevistados que deram nota positiva ao apoio à Irlanda contra 27% de baixa qualificação[[48]](#footnote-49) que também apoiaram. Em jeito de conclusão, podemos ver que os indivíduos com maiores níveis de educação são mais favoráveis aos resgates financeiros internacionais e também o que é crucial é que, indivíduos portadores de grande conhecimento específico apoiam os respetivos resgates. Como por exemplo os académicos de Política Internacional no Reino Unido apoiaram fervorosamente os empréstimos concedidos à vizinha Irlanda. Assim sendo, uma das razões pelas quais a opinião dos cidadãos relativamente aos resgates financeiros difere, prende-se com o conhecimento académico acerca de política internacional; da zona euro e dos programas de regastes financeiros internacionais. Vejamos que 79% dos académicos afirmaram que Reino Unido deveria conceder empréstimos à Irlanda contra 36% do público geral que tiveram a mesma posição. Os académicos superaram seis vezes no que toca a posição acerca do apoio aos outros países da zona euro, com cerca de 63% contra os 10% do público em geral que estavam também a favor do apoio a outros países europeus (Rikhard, 2012).

## 4.10. Desafios e Incerteza

Segundo Sita Slavov no seu artigo “The Hidden Cost of Bank Bailouts” de 2013 publicado na USNEWS, os apoiantes dos resgates financeiros nos Estados Unidos da América (EUA) argumentam que os mesmos eram importantes para prevenir uma maior crise com consequências que poderiam ser catastróficas para a economia norte-americana (Slavov, 2013). Na sua análise a autora afirma que os Estados Unidos da América (EUA) tiveram algum retorno nos resgates financeiros efetuados aos bancos e outras instituições financeiras privadas, vendendo a sua quota-parte a um valor superior *a posteriori*, em relação ao valor adquirido inicialmente no âmbito da intervenção de recapitalização. Nesse sentido o governo conseguiu restaurar a liquidez e a solvência nos mercados financeiros sem impor demasiados custos aos contribuintes (Slavov, 2013). Os que foram contra aos resgates financeiros à Wall Street invocaram como razão principal a questão do risco moral criado pelo governo a quando do massivo programa de resgates financeiros. Os mesmos afirmam que o apoio do Estado norte-americano criou uma certa garantia implícita que levará os bancos à exporem mais ao risco no futuro.

Um estudo desenvolvido na Universidade de Michigam por Ran Duchin e Denis Sosyura (2014) e publicado no Jornal de Economia Financeira evidenciou que os bancos americanos começaram fazer empréstimos e investimentos de riscos, assim que tiveram acesso aos fundos do Trabouled Asset Repurchased Programm (TARP). Sendo que os bancos que foram aceites para o TARP e por alguma razão não receberam os fundos, aumentaram a sua exposição ao risco a semelhança daqueles que receberam os fundos do programa (Slavov, 2013). De acordo com Slavov, os bancos quando aumentam a sua exposição ao risco, fazem apostas ou investimentos que poderiam ter resultados catastróficos caso a economia mundial entra-se em recessão. Neste sentido, isto seria um bom investimento para os bancos que esperam receber fundos dos governos em tempos grave crise financeira. Indo mais longe, a autora afirma que as grandes instituições financeiras podem receber os melhores apoios ameaçando a população com um colapso económico. Os custos dos resgates são invisíveis e não quantificáveis, não aparecendo nas contas do Estado e o debate público acerca dos resgates é ignorado defende Slavov na USNEWS. Como conclusão, muitos economistas acreditam nos benefícios dos resgates financeiros na limitação de uma catástrofe financeira e económica, evitando uma recessão mais profunda. Os custos dos programas de resgates financeiros compensam os custos implícitos provenientes do risco moral. Contudo Sita Slavov deixa uma pergunta: “Por que razão temos um sistema financeiro profundamente falhado em que os decisores políticos e a população são feitos de reféns pelos mercados financeiros e as instituições financeiras denominadas de “Too Big To Fail”? A sua resposta é: “That is not free enterprise, that is bullying”” (Slavov, 2013).

# Conclusões

O trabalho desenvolvido pode ser sintetizado em quatro pontos essenciais: i) a relação entre o neoliberalismo e a financeirização da economia mundial; ii) a financeirização e as crises financeiras e económicas; iii) as respostas políticas dos Estados às crises financeiras e económicas e iv) a coordenação internacional na resolução das crises financeiras e económicas.

*A Relação entre o Neoliberalismo e a Financeirização da Economia Mundial*

Muitos autores e académicos advogam a ideia de que a financeirização é a expressão material da ideologia do neoliberalismo. Contudo mesmo que a financeirização não seja a última expressão do neoliberalismo, a verdade é que a mesma é um processo central e estratégico naquilo que é a arquitetura do modelo neoliberal e a promoção de um capitalismo dominado pelas finanças. Como afirma Plihon (2004), um capitalismo dominado pelos acionistas baseado numa nova partilha de riqueza dentro das empresas, em que os accionistas e novos investidores institucionais assumem um papel determinante na gestão das empresas. Sendo que os modelos de gestão empresarial estão subjacentes ao aumento valor das ações das mesmas (quase uma política maquiavélica de obtenção de lucros na demonstração dos resultados).

Porém, a verdade é que o avanço do neoliberalismo através da financeirização da economia mundial, só foi possível com o papel do Estado como a autoridade máxima com poderes e capacidades para execução de um conjunto de medidas e a promoção de uma certa agenda. Sendo mais frontal, o triunfo da agenda neoliberal nos últimos quarenta anos deveu-se ao Estado na sua capacidade de implementação de políticas. Contudo as funções do Estado foram reestruturadas pelos ideais de mercados e as chamadas “práticas de boa governação” que permitiram a inserção dos Estados no sistema financeiro internacional, ao mesmo tempo que o sector financeiro ia-se tornando cada vez mais robusto e forte. A prova disso é a percentagem do sector financeiro no PIB dos países do centro do sistema internacional nos últimos anos. As chamadas “práticas de boa governação”, dominadas por lógicas capitalistas de mercado e por um modelo de Estado de direito, (direito esse que pode ser democrático ou não) possibilitou o domínio das grandes instituições financeiras quer a nível doméstico quer a nível internacional.

Os processos de financeirização, que foram sustentados por medidas de desregulação, liberalização, privatização, ditas de modernização do sector financeiro tornaram os Estados cada vez mais dependentes da vontade dos mercados financeiros, na execução de programas políticos. Principalmente aqueles Estados que delegaram as suas ferramentas mais importantes de combate às crises nas instituições supranacionais.

A financeirização trouxe consigo ganhos e também perdas. Contudo trouxe maior vulnerabilidade e fragilidade para os sistemas nacionais e internacionais. A desregulação financeira dos anos setenta e oitenta, não foi um processo isolado em alguns países. Na verdade baseou-se numa concertação internacional, suportada por grandes países como os Estados Unidos da América (EUA) e os países da Europa como também pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Pois em 1979, numa Cimeira do G5 em Tóquio, é tomada a decisão oficial na qual o foco da política monetária é a luta contra a inflação. Por parte do FMI, o esforço foi aplicado no apoio à mobilidade de capitais a nível internacional (como novo modelo de crescimento económico, embora este se tenha revelado contraproducente), de modo a consolidar a internacionalização das finanças (Plihon, 2004). No entanto, é a seguir, à abolição do sistema de Bretton Woods e à desregulação financeira, assistimos a uma onda de crises bancárias. Começando primeiramente na Alemanha e Reino Unido em 1974; Espanha em 1977; Estados Unidos da América (EUA) em 1984; Finlândia e Irlanda em 1986; Dinamarca e Noruega em 1987; Itália em 1990; Finlândia e Suécia em 1991; França em 1994; Rússia em 1998; Japão em 1997; Turquia em 2001 e na mais recente crise financeira e económica de 2008, que foi o foco no nosso trabalho. (Ferreira do Amaral, 2013).

Quais são as razões de tantas crises bancárias nas décadas de oitenta e noventa? Poderão estar relacionada com as decisões políticas e as condições criadas pelas medidas aplicadas, nas duas décadas anteriores? Sim, as crises bancárias neste período foram resultado das políticas da maioria dos países industrializados nos anos setenta e oitenta para liberalização e a modernização dos sistemas financeiros. Sendo que historicamente, maior parte destas crises que ocorreram, segundo Borio e Drehmann (2009), foram precedidas por um aumento generalizado do crédito e a sobrevalorização dos preços dos ativos nas economias. De facto o aumento exponencial do crédito e a sobrevalorização dos preços dos ativos só foi possível, devida a elevada concorrência na indústria bancária que foi proporcionada pela profunda desregulação financeira.

De acordo com Maria Woods e Siobhán O´Conneill (2012), na Finlândia, Suécia e Noruega logo a seguir a desregulação financeira, a procura pelo crédito subiu e a forte atividade económica levou à expansão dos ativos e empréstimos constituindo um sector privado mais endividado (mais alavancado). Os créditos bancários tinham como propósito o mercado imobiliário, o que fez com que o risco de crédito se concentrasse neste sector. O alto nível de endividamento privado nas economias nórdicas, também baseou nos regimes cambiais destes países, pois na altura tinham um regime de câmbios fixos. Foram muitas as famílias e empresas que se endividaram em moeda estrangeira. Mas o cenário revelou se uma catástrofe, quando os respetivos governos aboliram as paridades fixas das suas moedas, como forma de resolver a crise. Esta atitude dos governos nórdicos desencadeou outra crise, a crise cambial.

*A Financeirização e as Crises Financeiras e Económicas*

Como vimos o neoliberalismo teve a sua origem nos setenta. Nos anos de 1980 e 1990 foram, o período do apogeu do projeto neoliberal, quer em termos de abrangência geopolítica (vários partidos políticos e governos dispersos pelo mundo adotaram a agenda neoliberal) quer geoestratégica (organizações internacionais, Estados do centro do sistema internacional, acabaram por serem líderes na promoção da agenda neoliberal) ao nível internacional. O avanço geopolítico e geoestratégico do projeto neoliberal tinha como objetivo a financeirização da economia mundial, onde as finanças dominariam todo o espectro do sistema económico e monetário internacional.

Especificamente na mais recente Grande Recessão de 2008, é indiscutível o consentimento no que toca as vulnerabilidades e as fragilidades criadas ao longo de vários anos pelo modelo neoliberal arquitetado num capitalismo financeiro selvagem. Embora hoje exista este consentimento (de que o modelo neoliberal trouxe fragilidades e vulnerabilidades aos sistemas nacionais e internacionais), a verdade é que o romper da crise financeira nos finais de verão de 2007 e a sua explosão no ano de 2008 apanhou muitos Estados, instituições financeiras e principalmente muitas famílias de surpresa. A ideia de Grande Moderação de Ben Bernanke e de Robert Lucas foi refutada, pois de facto os vários bancos centrais do mundo não estavam sob no controlo dos seus respetivos sistemas financeiros, mas sim foram de forma intencional ou não criando as condições necessárias para:

1. Grande competição no sector financeiro, com aparecimento de novos intermediários financeiros como por exemplo os fundos de pensões, os fundos de capital de risco ou seja os chamados novos investidores institucionais;
2. Criação de um sistema financeiro e bancário sombra, que agia à margem da frágil ou inexistente regulação;
3. Aumento dos conflitos de interesses dentro da indústria financeira ao nível doméstico e global;
4. Crescimento em termo de poder da elite financeira baseada numa gestão imprudente de grandes empresas financeiras.

Com todas estas condições criadas, o sector financeiro a nível mundial enveredou-se por caminhos mais arriscados em termos de modelo gestão e de obtenção lucros, onde o risco e a alavancagem dominavam todas as lógicas de investimento com objetivo de maior rentabilidade financeira. Foi neste contexto que a crise eclodiu em 2008. A alavancagem deixou em muito maus lençóis várias instituições financeiras importantes do ponto vista sistémico, quer a nível nacional quer internacional. A interligação do sector financeiro, possibilitou que rapidamente a crise se espalhasse por todo o mundo. O papel desempenhado pelas novas Tecnologias de Informação e Comunicação é crucial na maneira como se processou a modernização do sector financeiro de vários países desde 1990. Os vários tipos de mercados foram comprimidos em termos de distância, e o tempo de processamento das informações e dos preços reduziu-se. O exemplo disso foi a criação e a distribuição de vários produtos financeiros estruturados e complexos a partir dos Estados Unidos da América (EUA) e transacionados em todo mundo desde de 2000 até o romper da crise em 2008. Estes produtos financeiros estruturados e complexos foram transacionados em quantidades muitas vezes superiores ao PIB nacional de certos países desenvolvidos.

*As Respostas dos Estados às Crises Financeiras e Económicas*

A história também nos mostrou a maneira como cada Estado e os seus respetivos bancos centrais lidaram com as respectivas crises inicialmente financeiras que se tornam rapidamente económicas. Nestas crises, os bancos centrais na maior parte das vezes agiram como credor de último recurso. Na crise de 2008 assistimos é uma atuação mais ou menos rápida mas muito agressiva e robusta dos principais bancos centrais do mundo.

Podemos concluir que houve uma grande robustez e agressividade por parte dos principais bancos centrais do mundo como a Reserva Federal, o Banco de Inglaterra, o Banco Central Europeu (BCE), o Banco Central da China, o Banco Central da Suécia, Banco Central da Dinamarca, o Banco Central do Japão e da Noruega. Uns mais ágeis e dinâmicos do que outros, mas em geral um grande esforço foi envidado por todos eles, na estabilização do sistema financeiro e na salvaguarda do interesse e do bem-estar dos cidadãos. A crítica relativamente ao comportamento do Banco Central Europeu (BCE) na resolução da crise financeira, também deixou de lado o facto do mesmo ter um mandato para cumprir e saber que uma atitude mais arrojada poderia minar os fundamentos dos alicerces da zona euro e da própria sustentabilidade da União Europeia (embora foi e é algo de grande debate). Contudo o Banco Central Europeu (BCE) desprendeu-se um pouco mais dos tratados e de algum conservadorismo em termos de política monetária e entre 2014 e 2015 adotou medidas de políticas monetárias mais extravagantes (medidas não convencionais), nomeadamente a flexibilização quantitativa como resposta as pressões deflacionistas na zona euro.

Já a Reserva Federal foi criticada no que toca a agressividade e robustez da sua resposta à crise financeira de 2008. Contudo os problemas que a economia norte-americana enfrentava durante a crise financeira e económica de 2008, exigiram essa robustez e agressividade. Por outro lado, o facto da Reserva Federal ter uma estrutura diferente dos bancos centrais comuns, permitiu-lhe a flexibilidade que teve para agir na restauração da estabilidade do sistema financeiro americano. É indiscutível, o argumento de que o papel da Reserva Federal na resolução crise foi crucial, pois a quando de uma atitude intencional ou não de deixar falir o Lehman Brothers, os contornos para a economia mundial foram severos e significativos. Só nesta altura, é que o mundo compreendeu e aceitou a ideia que a economia mundial estava a viver um episódio crítico de uma profunda crise financeira e económica. Dada a dimensão da crise financeira, as respostas da Reserva Federal acabaram por ser importantíssimas do ponto vista global, uma vez que o epicentro da crise era os Estados Unidos da América (EUA), e uma estabilização dos mercados nos Estados Unidos da América (EUA) produziria efeitos positivos para outros países.

O governo federal sob a administração do presidente Obama, também reagiu a crise económica, no âmbito da política orçamental com a criação de um pacto de estímulo orçamental avaliado em cerca de 750 milhões de dólares. De acordo com Paul Krugman (2012), esse pacote de estímulo foi insuficiente do ponto de vista do impacto na economia americana, o estímulo foi insuficiente, uma vez que é uma economia com um PIB médio de 15 biliões de dólares anuais. Porém, o importante é vermos que o esforço era mais exigido no lado da política monetária do que do lado da política orçamental, uma vez que a crise começou no sistema financeiro e alastrou-se a toda a economia real.

*A Coordenação Internacional na Resolução das Crises Financeiras e Económicas*

Muitos tentaram comparar a Grande Recessão de 2008 e a Grande Depressão de 1929. Mas verdadeiramente a profunda crise de 2008 não apresentou contornos tão catastróficos como a crise de 1929. Felizmente não assistimos a nenhuma “Quinta-Feira Negra” em 2007 e nem 2008, ou nos anos posteriores. No entanto a crise financeira e económica de 2008, exigiu de forma imperativa a criação de mecanismos e dispositivos a nível internacional para a resolução da mesma. Daí a coordenação e a cooperação internacional a que assistimos entre 2008-2009 e 2010-2011. A cooperação ocorreu aos vários níveis, sendo que entre as organizações internacionais tivemos por exemplo conjugação de esforços entre o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Central Europeu (BCE) e a Comissão Europeia na resolução quer da crise financeira e económica quer das crises das dívidas soberanas dos países da periferia europeia. O Fundo Monetário Internacional (FMI) não só concedeu apoio financeiro como também apoio técnico aos vários países. Sendo que é discutível o enviesamento politico-ideológico subjacente ao modelo dominante nos programas de assistência financeira ou nos programas de ajustamento estrutural do fundo. Contudo em tempos de crise, a questões operacionais e técnicas sobrepõem-se as questões de pendor mais politico-ideológicas.

Houve cooperação no ceio da União Europeia, a quando da criação do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEP) em 2010 no âmbito da Mecanismo de Estabilização Financeira (MEF). O fundo providenciou ajuda a Portugal, a Grécia e a Irlanda. Houve cooperação e coordenação entre os principais bancos centrais do mundo, sob a liderança da Reserva Federal. Da mesma maneira que a Reserva Federal concedeu facilidades ao Banco Central Europeu (BCE), o Banco de Inglaterra e o Banco Nacional da Suíça, o Banco Central da China estabeleceu linhas de swaps com o Banco Central Europeu (BCE) e com os bancos centrais da Albânia, Hungria ou Islândia. No que toca as questões domésticas no caso dos Estados Unidos da América, a Reserva Federal e o Tesouro trabalharam de forma conjunta. Na Europa a coordenação fez-se de outra maneira, sendo que o Banco Central Europeu (BCE) trabalhava essencialmente na manutenção e dinamização da política monetária (isto é criando programas de facilidade e cedência de liquidez e não só), no entanto os diversos bancos centrais localizados dos Estados-Membros da zona euro lidavam diretamente com os problemas apresentadas pelas diversas instituições financeiras (problemas de insolvência, liquidez e até de falência), sendo que este distanciamento entre a atuação do Banco Central Europeu (BCE) e os respectivos bancos centrais da zona euro termos de resposta a crise financeira foi alvo de críticas.

# Bibliografia

Acharya, Viral V. et al., (2013) “A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk”. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public\_html/pdfs/ADS\_4april2013.pdf [04-Junho-2016]

Adrian, T. e Brunnermeier, M. (2008) “CoVaR”. National Bureau of Economic Research Working Papers Nº 17454. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\_reports/sr348.pdf [17- Junho 2016]

Adrian, T. et al., (2009) “The Federal Reserve’s Primary Dealer Credit Facility”. Federal Reserve Bank of New York. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current\_issues/ci15-4.pdf [04-Junho-2016]

Alesina, A. e Angeletos, G. (2005) “Fairness and redistribution”. American Economic Review . Disponível em: http://www2.um.edu.uy/dubraj/documentos/FarinessandRedistributionFinalSubmissionwithOnlineAppendix.pdf [16-Junho- 2016]

Alesina, A. e Ferrara, E. L. (2005) “Preferences for redistribution in the land of opportunities”. Journal of Public Economics. Disponível em: http://darp.lse.ac.uk/papersDB/Alesina-LaFerrara\_(JPubE05).pdf [16-Junho-2016]

Alesina, A. e Giuliano, P. (2009) “Preferences for Redistribution”. NBER Working Paper Nº14825. Disponível em : http://www.nber.org/papers/w14825.pdf [04-Junho-2016]

Allen, Franklin eGale, Douglas(2000) “Financial Contagion”.Journal of Political Economy. Disponível em: http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/contagion.pdf [24-Junho-2016]

Allen, Franklin et al., (2011) “An Introduction to Liquidity and Crisis”. Oxford University Press.

Alves, Filipe e Costa, António (2014) “Foi o aumento de capital com mais sucesso desde 1992-Ricardo Salgado considera que o aumento de capital concluído hoje foi a operação "com maissucesso desde 1992”. Disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/foi-o-aumento-de-capital-com-mais-sucesso-desde-1992\_195338.html [04-Junho-2016]

Anderson,R.G. e Charles S. Gascon. (2009) “The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis”.The Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Disponível: https://research.stlouisfed.org/publications/review/09/11/Anderson.pdf [04-Maio-2016]

Andriuskeviciute, Deimantè e Balciunas, Norbertas (2013) “The Monetary Policy of The European Central Bank In The Period of Sovereign Debt Crisis.” Disponível em: http://www.vu.lt/leidyba/dokumentai/zurnalai/EKONOMIKA/Ekonomika%202013%2092%202/20-31.pdf [Acesso 04-Março-16]

Antão, Pinto. et al (2009) “Integração Financeira, estruturas financeiras e as decisões das famílias e das empresas” (Finanacial Integration, financial strutures and decisios of households and firms). Disponível em: https://www.bportugal.pt/en-US/BdP%20Publications%20Research/bk200901.pdf [04-Maio-2016]

Atkinson, AB e Morelli, Salvatore (2010) “Inequality and Banking Crisis: A First Look”. Disponível em: https://www.nuffield.ox.ac.uk/Users/Atkinson/Paper-Inequality%20and%20Banking%20Crises-A%20First%20Look.pdf [04-Abril-2016]

B.Steger, Manfred e K. Roy, Ravi (2010) “Neoliberalism: A Very Short Introduction”. Oxford University Press

Banco Central Europeu (BCE) (2010) “The ECB`S Non-Standard Measures- Impact and Phasing-Out.” Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\_mb201107en\_pp5569en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983 [04-Abril-16]

Banco Central Europeu (BCE) (2011) “The ECB`S Response To The Financial Crisis”. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\_mb201010en\_pp59-74en.pdf [04-Março-16]

Banco Central Europeu (BCE) (2010) “The ECB’s Monetary Policy Stance during the Financial Crisis”. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\_mb201001en\_pp63-71en.pdf?2e40441c634b7f6f860b4a302f03cc47 [14-Março-16]

Banco de Inglaterra (2009) “The role of macro prudential policy”. Bank of England Discussion Paper. Disponível em: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/roleofmacroprudentialpolicy091121.pdf [16-Fevereiro- 2016]

Banco de Portugal (2016) “Frequently Asked Questions about BES”. Disponível em: https://www.bportugal.pt/enUS/OBancoeoEurosistema/Esclarecimentospublicos/Pages/infobes.aspx [04-Julho-2016]

Banco de Porugal (2009) “A Economia Portuguesa no contexto de integração Económica, Financeira e Monetária” (Portuguese Economy in the Contexto f the Monetary, Financial and Economic Integration). Lisboa: Departamento de Estudos Económicos, pp.423-461. Disponível em: https://www.bportugal.pt/en-US/BdP%20Publications%20Research/bk200901.pdf [04-Junho-2016]

Barnett, Clive(s.d) “Publics and Markets: What’s wrong with Neoliberalism?”.Faculty of Social Sciences. Disponível em: http://www.open.ac.uk/socialsciences/emergentpublics/publications/barnett\_publicsandmarkets.pdf [16-Julho- 2016]

BBC (2011) “Nortthern Rock sold to Virgin Money”. Disponível em: http://www.bbc.com/news/business-15769886 [Acesso 04-Março-16]

Bechtel, Michael M. et al., (2012) “Sharing the pain: Explaining Public Opnion towards International Fiscal Bailouts?”. Disponível em: http://www.columbia.edu/~ym2297/Sharing%20the%20Pain.pdf [05-Maio-2016]

Bechtel, Michael M. et al., (2015) “Policy Design and Domestic Support for International Bailouts”. Disponível em: https://web.stanford.edu/~jhain/Paper/UP2015b.pdf [05-Janeiro-2016]

Bernanke, Ben. S. (2004) “The Great Moderation.” Remarksat the meetings of the EasternEconomic Association, Washington, DC, 20 de Fevereiro. Disponível em: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm[04-Março-16]

Bernanke, Ben.S. (2009) “The Crisis and the Policy Response.” Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, Londres, Inglaterra. Disponível em: http://www.federalreserve.gov/newevents/speech/bernake200901130.htm [10-Maio-16]

Bertrand, Ryamond (1973) *Economia Financeira Internacional (Moeda).* Editora Meridiano.

Blanchard, Olivier (2009) “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies," IMF Working Papers 09/80. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0980.pdf [10-Maio-16]

Bordo, Michael (2013) “Review of Ben S. Bernanke: The Federal Reserve and the Financial Crisis”. Economics Working Paper 13109. Disponível em: http://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/financial-crisis-review-bordo-2013\_0.pdf [16-Junho- 2016]

Bordo, Michael D. (1999) “Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without Bailouts”. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w7701.pdf [04-Junho-2016]

Borio, Claudio e Drehmann, Mathias (2009) “Assessing the risk of banking crises – revisited1”. Disponivél em: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\_qt0903e.pdf [16-Junho- 2016]

Borio, Claudio. (2003) “Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation?”. BIS Working Papers Nº 128. Disponível em: http://www.bis.org/publ/work128.pdf [16-Junho- 2016]

Boyce, Lee (2013) “Iceland wins legal battle to avoid paying back UK for Icesave collapse compensation”. Disponível em: http://www.thisismoney.co.uk/money/saving/article-2269523/Iceland-wins-legal-battle-avoid-paying-UK-Icesave-collapse-compensation.html [12-Abril-16]

BussinessDictionary.Site oficial: http:// http://www.businessdictionary.com/

Calomoris, Charles W. e Harber, Stephen H (2014) “The Blight of Bank Bailouts: Taxpayer Guarantees Are Like Icebergs- Invisible Until They Sink The Fiscal Ship”. Disponível em : http://stephen-haber.com/wp-content/uploads/2014/02/Blight-of-Bank-Bailouts.pdf [18-Abril- 2016]

Campbell, Angus. (1977) “Politics through the Life Cycle”.The Gerontologist 11 Pg. 112-117. Oxford Journals

Cândido da Silva, João (2014) “Eurofin, a empresa no epicentro da crise no Grupo Espírito Santo”. Disponível em: http://observador.pt/2014/08/13/eurofin-empresa-epicentro-da-crise-grupo-Espírito-santo/[25-Junho- 2016]

Caprio, Gerard e Klingebiel, Daniela (2003) “Episodes of Systemic and Borderline Financial Crisis”. World Bank. Disponível em: http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/648083-1108140788422/23456\_Table\_on\_systemic\_and\_nonsystemic\_banking\_crises\_January\_21\_2003.pdf [16-Julho- 2016]

Carmo, Renato M. e Rodrigues, Joaquim (2014) “Onde pára o Estado? Políticas Públicas em Tempos de crise”. Lisboa: Edições Nelson de Matos, 25.

Carvalho, Pedro (2010) “Austeridade e exploração - O papel do FMI em Portugal”.O Militante, Economia, Edição Nº 309 Novembro/Dezembro 2010. Disponível em: http://www.omilitante.pcp.pt/pt/309/Economia/555/Austeridade-e-explora%C3%A7%C3%A3o---O-papel-do-FMI-em-Portugal.htm[04-Fecereiro-2016]

Cavaleiro, Nuno (2014) “O que é a RioForte?”. Jornal de Negócios. Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/o\_que\_e\_a\_rio\_forte.html[04-Maio-16]

Centro de Estudos Socais (CES) (2013) “A anatomia da crise: Identificar os problemas para construir as alternativas”-1º relatório, preliminar do Observatório sobre as Crises e as Alternativas. Disponível em: http://www.ces.uc.pt/ficheiros2/files/Relatorio\_Anatomia\_Crise\_final\_\_.pdf [04-Junho-2016]

Corneo, G. e Gruner, H. P. (2002) “Individual preferences for political redistribution”. Journal of Public Economics 83(1): 83-107. Disponível em: http://darp.lse.ac.uk/papersDB/Corneo-Gruener\_ (JPubE\_02).pdf [09-Junho-2016]

Clarke, Simon (2005): “The Neoliberal Theory of Society”; pp. 50-59 in Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston: Neoliberalism – A Critical Reader. London: Pluto Press.

Cravinho, João Gomes (2002) “Visões do Mundo, As Relações Internacionais e o Mundo Contemporâneo”. Imprensa de Ciências Sociais

Crawford, Corinne (2011) “The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis”. Jornal of Business & Economic Research-January Volume 9, Nº1. Disponível em: http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf [04-Fevereiro-16]

Dasgupta, Amil (2002) “Financial Contagion Through Capital Connections: A Model of the Origin and Spread of Bank Panics”. Journal of the European Economic Association, Dezembro de 2004. Disponível em: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/Dasgupta.pdf [18-Julho-2016]

Dell’Ariccia, Giovanni e Ratnoski, Lev (2013) “Bailouts and Systemic Insurance”. IMF Working Paper /13/233. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13233.pdf [04-Junho-16]

Diamond, Douglas W. e Philip H. Dybvig (2002) “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”. Journal of Political Economy, Junho de 1983. Disponível em: http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/crises/Diamond-Dybvig83.pdf [15- Maio-2016]

Druckman, J. N. (2001) “The implications of framing effects for citizen competence”. Political Behavior 23 (3): 225-256. Disponível em: http://faculty.wcas.northwestern.edu/~jnd260/pub/Druckman%20Political%20Behavior%202001.pdf [01-Junho-2016]

Duchin, Ran e Sosyura, Denis (2014) “Safer Ratios, Riskier Portfolios: Bank’s Response to Governmment Aid”. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1925710 [15- Maio-2016]

Duménil, Gérad e Lévy, Dominique (2004) “Trends in Capital Ownership and Income- Pension Funds in The Neloliberal Comprimise”. Disponível em: http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2004q.pdf [03-Julho-2016]

Duménil, Gérad e Lévy, Dominique (2011) “The Crisis of the Early 21st Century: A Critical Review of Alternative Interpretations”. Preliminary draf. Disponível em: http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2011e.pdf [04-Junho-2016]

Economias (2011) “Memorando de Entendimento Sobre as Condicionalidade de Politica Económica”. Disponível em : http://www.economias.pt/ficheiro/memorando-de-entendimento-sobre-as-condicionalidades-de-politica-economica.pdf [05-Maio-2016]

Economias (2016) “Medidas do FMI em Portugal”. Disponível em: http://www.economias.pt/medidas-do-fmi-em-portugal/[05-Maio-2016]

Economist (2010) “Public opinion and the bailouts-How effective was TARP, really?” Disponível em: http://www.economist.com/node/21011687/print[05-Maio-2016]

Eichengreen, Barry (2015) “Hall of Mirrors, Thee Great Depression, the Great Recession, And The Uses-And Misuses-Of History”. Oxford University Press.

Esqueda.Net (2014) “BES já perdeu em Bolsa mais do que o valor do aumento de capital feito em junho”. Disponível em: http://www.esquerda.net/artigo/bes-ja-perdeu-em-bolsa-mais-do-que-o-valor-do-aumento-de-capital-feito-em-junho/33227 [06-Junho-2016]

European FreeTrade Association (EFTA) (2016) Site Oficial: <http://www.efta.int/>

Financial Times.Site official:http://www.ft.com

Felkerson, James (2011) “$29.000.000.000.000: A Detailed Look at the Fed’s Bailout by Funding Facility and Recipient”. Working Paper Nº698. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\_698.pdf [28-Abril-16]

Ferreira do Amaral, João (2006) “O impacto Economico da Integração de Portugal na Europa”. Nação e Defesa 115:113-28: Disponível em: http://www.idn.gov.pt/publicacoes/consulta/NeD/NeD115/NeD115.pdf [28-Janeiro-2016]

Ferreira do Amaral, João et al., (2013) “Financeirização da Economia, a ultima fase do neoliberalismo”. Livre

Ferreira, Cristina (2014) “Ricardo Salgado realça sucesso do aumento de capital do BES-Procura superou a oferta em 79%; presidente do banco garante que é o maior sucesso desde a privatização em 1992”. Jornal Público. Disponível em : https://www.publico.pt/economia/noticia/aumento-de-capital-do-bes-de-1045-mil-milhoes-gerou-procura-superior-em-79-a-oferta-1639477[21-Abril-2016]

Financial Crisis Inquirity Comission (2011) “The Financial Crisis Inquirity Report”. Disponível em : https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf [28-Janeiro-2016]

Freixas, Xavier (2003) “Crisis Management in Europe”. Disponível em: http://www.econ.upf.edu/~freixas/more/Europe.pdf [25-Janeiro-2016]

Fullerton, A. S. and Dixon, J. C. (2010) “Generational Conflict Or Methodological Artifact? -Reconsidering the Relationship between Age and Policy Attitudes in the U.S., 1984-2008” Disponível em: http://poq.oxfordjournals.org/content/74/4/643.abstract[20-Janeiro-2016]

Fundo Monetário Internacional (FMI) (1998) “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf [14-Julho-2016]

Gago, Maria João (2014) “Ricardo Salgado: “Foi o aumento de capital com mais sucesso desde 1992”. Jornal de Negócios. Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/foi\_o\_aumento\_de\_capital\_com\_mais\_sucesso\_desde\_1992.html[24-Junho-2016]

Gale, Douglas (2001) “Monotone Games with Positive Spillovers,” Games and Economic Behavior, Novembro de 2001. Disponível em : http://www.econ.nyu.edu/user/galed/papers/paper00-08-25.pdf [24-Junho-2016]

Gales, Douglas e Vives, Xavier (2002) “Dollarization, Bailouts, and the Stability of the Banking System”. The Quarterly Journal of Economics.Maio. Disponível em: http://apps.eui.eu/Personal/Researchers/Niepmann/bailouts.pdf [18-Maio-2016]

Giannetti, Mariassunta e Simonv, Andrei (2009) “On the Real Effects of Bank Bailouts: Micro-Evidence from Japan”. Disponível em: http://www.andreisimonov.com/pdf/finalpapers/AEJ2013.pdf [16-Março-2016]

Giannone, Domenico (2011) “Non-standard monetary policy measures and monetary developments”. Working Paper Series, No 1290, ECB, Janeiro. Disponível em: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1290.pdf [23-Junho-2016]

Goodhard, Charles e Schoenmaker, Dirk (2009) “Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises” Disponível em : http://www.ijcb.org/journal/ijcb09q1a5.pdf [23-Junho-2016]

Government Accountability Office (GAO) Site oficial: http://www.gao.gov/

Greenberg, Maurice R. e Cunninghan, Laurecen A. (2013) “The AIG Story”. (Chapter 18, Nationalization). Disponível em : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2242890[24-Abril-2016]

Greenwald, B. e Stiglitz, Joseph (1986) “Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets”. Quarterly Journal of Economics, 101: 229-264. Disponível: http://socsci2.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20Greenwald.pdf [12-Maio- 2016]

Grupo Banco Espírito Santo (2013) “Apresentação de Relatório e Contas 2013”. Disponível em: http://www.bes.pt/RelatorioseContas/2013\_Relatorio\_Consolidado.pdf [04-Junho-2016]

Guðmundsson, Björn Rúnar (2015) “Financialisation and Financial Crisis in Iceland”. nstitute for International Political Economy Berlin. Working Paper, No. 55/2015. Disponível em: http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/working\_paper/ipe\_working\_paper\_55.pdf [09-Junho-2016]

Gulobovic, Natasa e Gulobovic, Srdjan (2012) “Embedded Neoliberalism”. Disponível em: http://facta.junis.ni.ac.rs/eao/eao201201/eao201201-01.pdf [09-Março-2016]

Harrington, Scott E. (2009) “The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation”. Disponível em: https://www.smu.edu/~/media/Site/Cox/Departments/RMI/Financial\_Crisis\_Synopsis.ashx?la=en[22-Abril-2016]

Harvey, David (2005) “A Brief History of Neoliberalism” Oxford: Oxford University Press

Hays, Jude C. (2005) “Government Spending and Public Supportfor Trade in the OECD: An Empirical Test of the Embedded Liberalism Thesis”, InternationalOrganization Foundation. Disponível em: http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780195369335.001.0001/acprof-9780195369335-chapter-2?rskey=ixUEJ2&result=8[22-Abril-2016]

Helleiner, Eric (2002) “Economic Nationalism as Challenge to Economic \Liberalism? Lesson From Ninethen Century”. TIPEC Working Papers 02/3. Disponível em: http://www.trentu.ca/org/tipec/2helleiner3.pdf [04-Dezemb-2015]

Helleiner, Eric (2003) “Economic liberalism and its critics: the past as prologue?” .Review of International Political Economy 10:4 Novembro de 2003: 685– 696. Disponível em: http://www.ucs.mun.ca/~russellw/Teaching\_files/Unit%20Three.pdf [04-Dezembro-2015]

Honohan, P. e D. Klingebiel. (2003) “The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises.” Journal of Banking and Finance 27 (8): 1539–60. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Daniela\_Klingebiel/publication/257211564\_The\_Fiscal\_Cost\_Implications\_of\_an\_Accommodating\_Approach\_to\_Banking\_Crises/links/00b4951b1efe78e128000000.pdf?origin=publication\_detail [04-Fevereiro-2016]

Honohan, Patrick e Klingebiel, Daniela (2000) “Controlling the Fiscal Costs of Banking Crisis”. Disponível em: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/depins02.pdf [04-Junho-2016]

International Swaps and Derivate Association (ISDA) (2009) “AIG and Credit Default Swaps”. Disponível em: http://www.isda.org/c\_and\_a/pdf/ISDA-AIGandCDS.pdf [04-Maio-2016]

Johnson, P. e Falkingham, J. (1988) “Intergenerational Transfers and Public Expenditure on the Elderly in Modern Britain”. Ageing and Society 8 (2): 129-146 Disponível em: http://ftp.iza.org/dp2847.pdf [15- Julho- 2016]

Jones, Harvey (2008) “Icesave: The beginner's guide”. Disponível em: https://www.theguardian.com/money/2008/nov/10/credit-crunch-savings-icesave [14-Maio-2016]

Jones, Tim (2015) “Six Key Point About Greek Debt and the forthcoming election”. Disponível em: http://jubileedebt.org.uk/wp-content/uploads/2015/01/Six-key-points-about-Greek-debt\_01.15.pdf [15-Maio-2016]

José Fernandes, António (2008) “*Introdução a Ciência Politica-teorias, métodos e temática*”. Porto Editora.

Junqueiro, Raul (s.d) “Contexto Politico 1983 a 1985”. MemTSI. Memória Das Tecnologias e Dos Sistema De Informação. Disponível em: http://www.memtsi.dsi.uminho.pt/mesas/5\_sessao/mesa5%20%20Raul%20Junqueiro.pdf [04-Maio-2016]

K. Sjostrom, Jr.∗, William (2009) “The AIG Bailout”. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1346552[04-Maio-2016]

Keister, Todd (2012) “Bailout and Financial Fragility”. Staff Report Nº473 Setembro de 2010, Revisto em 2012. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\_reports/sr473.pdf [04-Maio-16]

Kosmann, Patrick et al., (2014) “Behind the Collapse of Portugal’s Espírito Santo Empire”. The Wall Street Journal. Disponível em: http://www.wsj.com/articles/behind-the-collapse-of-portugals-Espírito-santo-empire-1407879423[04-Maio-2016]

Koswman, Patricia et al., (2014) “Banco Espírito Santo Inquiry Broadens-Regulators Turn Focus to Portuguese Lender’s Earlier Efforts to Raise Capital”. Disponível em: http://www.wsj.com/articles/banco-Espírito-santos-obscure-practices-raise-further-questions-1413458928[24-Julho-2016]

Krugman, Paul (2009) “*A Consciência de Um Liberal*”. Editorial Presença.

Krugman, Paul (2012) “*Acabem Com Esta Crise Já*”. Editorial Presença

Lapavitasas, Costas e al., (2010) “Euro Crisis: beggar thyself and thy neighbor”. Disponível me: http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/19448953.2010.510012#.VG4\_3DSsWQk[14-Maio-16]

Louçã, Francisco e Caldas, José Castro (2009) “*Economia (s)*”. Edições Afrontamento

Louçã, Francisco e Caldas, José Castro (2009) “Os riscos da economia do risco” Janus. Disponível em: http://www.janusonline.pt/popups2010/2010\_1\_8.pdf [14-Maio-2016]

Lupia, A. (1994) “Shortcuts versus encyclopedias: Information and voting behavior in California insurance reform elections”. American Political Science Review 88(1): 63-76. Disponível em: https://www.exeter.ac.uk/media/universityofexeter/elecdem/pdfs/budapestwkspapril2010/readingforbudapest/Lupia\_1994\_Shortcuts\_Encyclopedias.pdf [04-Junho- 2016]

Margalit, Yotam (2012) “*Lost in Globalization: Economic Integration and the Politics of Discontent*”. International Studies Quarterly forthcoming.

Mayda, A. M. (2008) “Why are people more pro-trade than pro-migration”. Economics Letters 101 (3). Disponível em: http://faculty.georgetown.edu/amm223/trademigrpreferences.pdf [02-Abril- 2016]

Mayda, A. M. e Rodrik, D. (2005) “Why Are Some People (and Countries) More Protectionist Than Others?”. European Economic Review 49(6). Disponível em: http://faculty.georgetown.edu/amm223/tradepreferences.pdf [20-Maio- 2016]

Mehran, Hamid et al., (2011) “Corporate Governace and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?”. Staff Report Nº502 Junho de 2011. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\_reports/sr502.pdf [04-Maio-16]

Mendes, V. e Rebelo, J. (2003) “Struture and Performance in the Portuguese banking industry in the nineties”. Portuguese Economic Jornal 2 (1):53-68 Disponível em : http://ibrarian.net/navon/paper/STRUCTURE\_AND\_PERFORMANCE\_IN\_THE\_PORTUGUESE\_BANKI.pdf?paperid=296953 [20-Junho- 2016]

Mendes, Walter Gameiro (2014) “Contágios Nos Mercados Financeiros dos GIIPS” Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Disponível em: https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/26602/1/Trabalho%20projeto%20-%20Walter%20Mendes.pdf [04-Junho-2016]

Milner, H. V. e Tingley, D. H. (2011) “Who supports global economic engagement? the sources of preferences in american foreign economic policy”. International Organization 65(1). Disponível em: https://www.princeton.edu/~hmilner/forthcoming%20papers/MilnerTingley%20(2011)%20Who%20Supports%20Global%20Economic%20Engagement.pdf [13-Maio-16]

Miron, Jeffrey A. (2009) “Bailout or Bankruptcy?”. Cato Jornal Volume 29 Nº1. Cato Institute. Disponível em: https://www.ciaonet.org/attachments/13930/uploads[04-Maio-16]

Mirowski, Philip e Plehwe, Dieter (2009) “The Road From Mont Pêlerim, The Making of the Neoliberal Thought Collective”. Harvard University Press, Cambrige, Massachusetts, Londres, Inglaterra. Disponível em: http://uberty.org/wp-content/uploads/2015/10/mt-pelerin.pdf [04-Junho-2016]

Mudge, Stephanie Lee (2008) “THE STATE OF THE ART- What is neo-liberalism”. Disponível em: http://sociology.ucdavis.edu/people/mudge/publications/mudge-2008-what-is-neo-liberalism-ser [04-Maio-16]

Niepmann, Friederike e Schmidt- Eisonlohr (2010) “Bank Bailout in a global economy: the challenges for international cooperation”. Disponível em: http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cp335.pdf [13-Janeiro-16]

Niepmann, Friederike e Schmidt- Eisonlohr (2010) “Bank Bailouts, International Linkages and Cooperation”. Disponível em: http://www.dnb.nl/en/binaries/Bank%20bailouts\_tcm47-248301.pdf [04-Maio-16]

Nunes, A. (2011) “The International monetary fund’s stand-by arrangements with Portugal. An ex-ante application of the Washington Consensus?”. Instituto Superior de Economia e Gestão-GHES, Working Paper 44, Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão-GHES. Disponível em: https://aquila.iseg.utl.pt/aquila/getFile.do?method=getFile&fileId=448266&\_request\_checksum\_=c41a4d2643539eb8b0421c9899189912d11f77da[20-Junho-2016]

O'Rourke, K. H. e Sinnott, R. (2001) “What Determines Attitudes Towards Protection? Some Cross-Country Evidence”. Disponível em: https://www.tcd.ie/Economics/TEP/2001\_papers/TEPNo10KO21.pdf [ 20-Maio- 2016]

Orsingher, Roger (1967) “Banks of the World”. Traduzido por D.S. Ault. Walker and Company.New York. Disponível em: https://www.unc.edu/~salemi/Econ006/Orsingher.pdf [ 04-Maio-2016]

Peck, Jamie e Tickell, Adam (2002) “Neoliberzation Space”. Antipode. Disponível em: http://socialproblems.voices.wooster.edu/files/2011/08/peck.pdf [14-Junho-2016]

PewResearch Center (2008) “57% of Public Favors Wall Street Bailout”. Disponível em: http://www.people-press.org/2008/09/23/57-of-public-favors-wall-street-bailout/[05-Maio-2016]

PewResearch Center (2008) “Obama Seen As Better Able to Address Crisis”. Disponível em: http://www.people-press.org/2008/09/23/57-of-public-favors-wall-street-bailout/[25-Maio-2016]

Pinto, A.M, (1996) “Changing financial system in small open countries: The Portuguese case”. Bank of International Settlements Policy Papers, 1. Disponível em: http://www.bis.org/publ/plcy01.pdf [27-Abril- 2016]

Plihon, Dominique (2004), “*O novo capitalismo*”. Campo da Comunicação.

Poczter, Sharon L. (2016) “The Long Term Effects of a Bank Bailout Program: Evidence from an Emerging Market”. Disponível em: http://abfer.org/docs/track1/track1-the-long-term-effects-of-bank-capitalization.pdf [24-Junho-2016]

Reinhart, Carmen e Rogoff, Kenneth (2008) “RECESSIONS AND RECOVERIES-Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episode”. Disponível em: http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/aer\_104-5\_50-55.pdf [28- Maio-2016]

Reinhart, Carmen e Rogoff, Kenneth (2008) “THIS TIME IS DIFFERENT: A PANORAMIC VIEW OF EIGHT CENTURIES OF FINANCIAL CRISES”. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w13882.pdf [28- Maio-2016]

Reinhart, Carmen e Rogoff. Kenneth(2009) “The Aftermath of Financial Crisis”. American Economic Review 99 (2):466-72. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w14656.pdf [28- Maio-2016]

Repullo, Rafael (2011) “Liquidity, Risk Taking, and the Lender of Last Resort”. Oxford University Press. Disponível em: ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/Liquidity%202005.pdf [09-Maio-16]

Reserva Federal (2007) “Federal Reserve Actions-Press Release”. 12 De Dezembro de 2007. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212b.htm [04-Maio-2016]

Reserva Federal (2008a) “Federal Reserve Actions”. Federal Reserve Monetary Policy Release. 12 de Março de 2008. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311a.htm [04-Maio-2016]

Reserva Federal (2008b) “Federal Reserve monetary policy release”. 25 De Novembro de 2011. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm [04-Maio-2016]

Reserva Federal (2009) “Anual Report 2009,95th”. Disponível em: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual09/pdf/ar09.pdf [24-Maio-2016]

Reserva Federal (2009b) “Federal Reserve monetary policy press release”. 30 de Junho de 2009. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090630a.htm [08-Maio-2016]

Reserva Federal (2009c) “The January 2009 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Pratices”. Board of Governors of Federal Reserve System. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/snloansurvey/200902/default.htm [09-Maio-2016]

Reserva Federal (2011a) “Federal Reserve monetary policy release”. 29 De Junho de 2011. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110629a.htm [09-Maio-2016]

Reserva Federal (2011b) “Credit and Liquidity Papers and the Balance Sheet”. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbsreport200908.pdf [23-Maio-2016]

Reserva Federal. Site oficial: http://www.federalreserve.gov/

Rickard, Stephanie J. (2012) “British public opinion favors bailouts for countries that have strong economic ties to the UK”. Disponível em: http://blogs.lse.ac.uk/politicsandpolicy/bailouts-rickard/ [24-Junho-2016]

Rodrigues, João (2004) “Liberalização. Convenções E Instabilidade Financeira. Algumas Notas Críticas.” Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

Rodrigues, João et al., (2016) “A financeirização do Capitalismo em Portugal”. Atual

Rodrigues, João etal., (2016) “Semi-peripheral financialization: the case of Portugal” Review of International Political Economy”. Routledge

Rosa, Eugénio (2014) “A má gestão na banca, a responsabilidade do BdP, e a segurança dos depósitos na banca”. Disponível em: http://www.eugeniorosa.com/Sites/eugeniorosa.com/Documentos/2014/38-2014-FGD.pdf [04-Junho-2016]

Santos, Boaventura Sousa e Gomes, Conceição (2014) “O caso BES: o teste de stress à justiça Portuguesa”. Disponível em: http://www.almedina.net/catalog/images/BoaventuraSS/O\_caso\_BES\_BSS-CG\_Publico21Agosto2014.pdf [04-Junho-2016]

Saraiva, Pedro Manuel (2015) “Relatório Final da Comissão Parlamentar do Inquérito à Gestão do BES e do GES”. Disponível em: http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c3246795a5868774d546f334e7a67774c336470626d6c7561574e7059585270646d467a4c31684a535339305a58683062334d76556d56734c554e5153554a46557935775a47593d&fich=Rel-CPIBES.pdf&Inline=true[24-Julho-2016]

Saraiva, Pedro Manuel (2015) “Relatório Preliminar da Comissão Parlamentar do Inquérito à Gestão do BES e do GES”. Disponível em: http://www.josemanueldiogo.com/wp-content/uploads/2015/05/Apresentacao-Relatorio-Preliminar-da-comissao-de-inquerito1.pdf [24-Julho-2016]

Sarkar, Asani. (2009) “Liquidity Risk, Credit Risk, and the Federal Reserve’s Response to the Crisis”. Staff Report 389, Federal Reserve Bank of New York. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\_reports/sr389.pdf [04-Maio-2016]

Scheve, K. F. e Slaughter, M. J. (2001) “What determines individual trade-policy preferences?”. Journal of International Economics 54: 267-292. Disponível em: http://web.stanford.edu/class/polisci243b/readings/v0002195 [11-Fevereiro- 2016]

Scheve, K. F. e Slaughter, M. J. (2001a) “Labor market competition and individual preferences over immigration policy”. Review of Economics and Statistics 83(1): 133-145. Disponível em: http://web.stanford.edu/class/polisci243b/readings/v0002114.pdf [13-Fevereiro- 2016]

Scheve, K. F. e Slaughter, M. J. (2004) “Economic Insecurity and the Globalization of Production”. American Journal of Political Science 48(4): 662-674. Disponível em: http://leitner.yale.edu/sites/default/files/files/resources/docs/2002-11.pdf [28-Janeiro 2016]

Selassie, Abebe Aemro (2012) “Portugal’s Economic Crisis: Diagnostics and Remedies”. Presentation for Ordem dos Economista, Lisbon, 12 de Dezembro de, 2012. Disponível em: https://www.imf.org/external/country/PRT/rr/2012/121212.pdf [05-Maio-2016]

Silva, João Cândido (2014) “Eurofin, a empresa no epicentro da crise do Grupo Espírito Santa”. Disponível em:www.observador.pt [12-Fevereiro 2016]

Slavov, Sita (2013) “The Hidden Cost of Bank Bailout”-New research shows that bailing out banks made the financial system riskier”. Disponível em: http://www.usnews.com/opinion/economic-intelligence/2013/09/26/study-shows-bank-bailouts-are-an-incentive-to-be-reckless [Acesso 05-Maio-2016]

Tanzi, Vito e Shucknecht, Ludger (2000) “Public Spending in the 20th Century”. Cambridge University Press, Cambridge.

Taylor, John B. (2009) “Defining Systemic Risk Operationally”. Disponível em: http://web.stanford.edu/~johntayl/Defining%20Systemic%20Risk%20Operationally%20Revised.pdf [05-Maio-2016]

Teles, Nuno e Gustavo, Toshiak (2008) “Privatizações: O Insustentável Peso do Seu Ser”. Virus, nº3. Junho-Julho, pp.13-18. Disponível em: http://www.revistavirus.net/media/virus2\_txt.pdf [05-Maio-2016]

Ter-Minassian, Teresa (2011) “O acordo stand-by de Portugal com o FMI em 1983-1984”. Disponível em: http://www.ideff.pt/xms/files/Dr.a\_Teresa\_Ter-Minassian.pdf [04-Junho-2016]

Thomson, D. (1996) “*Selfish Generations? How Welfare States Grow Old*”. The White Horse Press.

Toussaint, Eric (2014) “To the Bankers, He’s “Super Mario 2.0” Draghi: Neoliberalism Prevails. The Devastating Impacts of the ECS’s Policies.” Disponível em: http://www.globalresearch.ca/to-the-bankers-hes-super-mario-2-0-draghineoliberalism-prevails-the-devastating-impacts-of-the-ecbs-policies/5400382 [ 04-Março-2016]

Upper, Christian e Worms, Andreas (2011) “Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market: Is There a Danger of Contagio”. Oxford University Press Disponível em: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/Upper.pdf [ 14-Março-2016]

Upper, Christian, (2011) “Simulation methods to assess the danger of contagion in interbank markets”. Journal of Financial Stability. Disponível em: https://staff.fnwi.uva.nl/p.j.c.spreij/winterschool/Upper11.pdf [15-Março-2016]

Ventura, José (2014) “BCE obrigou BES a devolver 10 mil milhões em três dias”. Expresso. Disponível em: http://expresso.sapo.pt/economia/bce-obrigou-bes-a-devolver-10-mil-milhoes-em-tres-dias=f885510[15-Março-2016]

Wolf, Martin (2015) “As mudanças e os choques” Versão Portuguesa, Tradução Pedro Vidal, Clube do Autor.

Woods, Maria e O’Connell (2012) “Ireland’s Financial Crisis: A Comparative Context1”. Disponível em: https://www.centralbank.ie/publications/Documents/Ireland's%20Financial%20Crisis%20a%20Comparative%20Context.pdf: [28-Janeiro-2016]

Zaller, J. (1992) “The Nature and Origins of Mass Opinion”. Cambridge University Press, New York.34. Disponível em: http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1507053.files/Zaller%20Nature%20and%20Origins%20of%20Mass%20Opinion%20ch%201-2.pdf [28-Janeiro-2016]

1. É um ciclo económico marcado por fraco crescimento e por inflação. [↑](#footnote-ref-2)
2. Em inglês “Trickle Down Effet”. [↑](#footnote-ref-3)
3. Estes Veículos assumem a forma de bancos ou empresas subsidiárias que tem por objetivo a aquisição ou financiamento de certos ativos. [↑](#footnote-ref-4)
4. Fundado em 1923, foi um banco de investimento e providenciava outros serviços financeiros tendo a sua sede em Nova Iorque. [↑](#footnote-ref-5)
5. Fundado em 1850, por três irmãos de origem judaica, era um banco de investimento e com prestação de outros serviços financeiros, com a sede em Nova Iorque. [↑](#footnote-ref-6)
6. É um instrumento financeiro estruturado composto por ativos. [↑](#footnote-ref-7)
7. O emitente da dívida tem fortes capacidades de cumprimento, sendo que essa capacidade pode não ser abalada por condições económicas adversas. [↑](#footnote-ref-8)
8. Quer dizer que o emissor do título (devedor) tem grande capacidade financeira para cumprir a sua obrigação quer em termos do pagamento do principal como dos juros ao detentor do título. [↑](#footnote-ref-9)
9. Em português Obrigação de Dívida Colateralizada, é um instrumento financeiro estruturado composto por vários ativos que servem de colateral ao instrumento estruturado. O cash-flow produzido pelos ativos é utilizado para efetuar pagamento ao detentor da obrigação. [↑](#footnote-ref-10)
10. Quer dizer que o emissor do título (devedor) tem grande capacidade financeira para cumprir a sua obrigação quer em termos do pagamento do principal como dos juros ao detentor do título. [↑](#footnote-ref-11)
11. Para maior profundidade ver Paul Krugman “Acabem Com Esta Crise, Já” de 2012. [↑](#footnote-ref-12)
12. É um título de dívida de curto prazo emitido por empresas financeiras e pelas grandes empresas. [↑](#footnote-ref-13)
13. Créditos subprimes são créditos com taxas de juro acima da taxa de juro prime de mercado, concedido aos indivíduos que não são qualificados para a obtenção de créditos com taxas de juro prime. Taxas de Juro prime são aquelas que os bancos comerciais cobram aos seus clientes com os melhores níveis de cumprimentos de dívida. [↑](#footnote-ref-14)
14. Overnigh loan. [↑](#footnote-ref-15)
15. Prime Rate. [↑](#footnote-ref-16)
16. É um instrumento de dívida de curto prazo sem garantias emitido por empresas. [↑](#footnote-ref-17)
17. É um mercado de investimento que tem por objetivo produzir ganhos para os acionistas. [↑](#footnote-ref-18)
18. Obrigações Garantidas por Hipotecas. [↑](#footnote-ref-19)
19. É um tipo política monetária não-convencional, em que o banco central procede a compras no mercado de títulos do tesouro do estado e outros títulos de dívida com objetivo de fazer baixar as taxas de juros e aumentar a oferta de moeda na economia. [↑](#footnote-ref-20)
20. São títulos garantidos por hipotecas emitidas por empresas públicas nos EUA como Ginnie Mae, Fannie Mae ou Freddie Mac. [↑](#footnote-ref-21)
21. Baixo risco de incumprimento. A capacidade de pagamento da dívida é forte, contudo esta capacidade pode ser abalada por condições económicas adversas. [↑](#footnote-ref-22)
22. Os Rácios de Solvabilidade de Basileia II. [↑](#footnote-ref-23)
23. Bank-Based System. [↑](#footnote-ref-24)
24. Markert-Based System. [↑](#footnote-ref-25)
25. Covered Bond Purchase Program. [↑](#footnote-ref-26)
26. Securities Market Program. [↑](#footnote-ref-27)
27. O Atual Milenium BCP. [↑](#footnote-ref-28)
28. O limite estabelecido no Trato de Maastricht em 1992, reforçado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento de 1997. [↑](#footnote-ref-29)
29. Em português denomina-se por Sociedades Gestoras de Participação Sociais (SGPS). [↑](#footnote-ref-30)
30. Deputado Relator da Comissão Parlamentar de Inquérito ao caso do GBES e GES. [↑](#footnote-ref-31)
31. A Eurofin foi fundada em 1999 com o objetivo de realizar transações financeiras para a Família Espírito Santo e as companhias do GES (Cândido da Silva, 2014). [↑](#footnote-ref-32)
32. A Rioforte é a empresa de topo do ramo não financeiro do Grupo Espírito Santo. Em 2012, as sociedades que controlávamos contavam com 9.941 funcionários (Cavaleiro, 2014). [↑](#footnote-ref-33)
33. Catalogado nos Acordos de Basileia III como o rácio que mostra a sustentabilidade do banco, onde 5% é considerado Capital Adequado; 6% Bem Capitalizado; 4% SubCapitalziado;3% Significativamente SubCapitalziado e 2% Criticamente SubCapitalziado. [↑](#footnote-ref-34)
34. De acordo com lei portuguesa, é uma entidade de direito público designado para providenciar apoio financeiro a aplicação de Medidas de Resolução oferecida pelo BdP. O Fundo é completamente financiado pelo sector financeiro através de contribuições iniciais e periódicas por parte de instituições membros e os rendimentos são provenientes do sector bancário (BdP, 2016). [↑](#footnote-ref-35)
35. Ver Risco Sistémico no Capitulo II. [↑](#footnote-ref-36)
36. Em Inglês: Bridge Bank. [↑](#footnote-ref-37)
37. Chief Financial Officer. [↑](#footnote-ref-38)
38. É um título de dívida emitido por agências federais, contudo esses títulos não são totalmente garantidos pelo governo americano como as obrigações municipais ou títulos do tesouro. [↑](#footnote-ref-39)
39. São títulos garantidos por hipotecas emitidos por agências federais nomeadamente Freddie Mac e Fannie Mae. [↑](#footnote-ref-40)
40. São Títulos garantidos por hipotecas que não cumprem os critérios das agências federais Freddie Mac e Fannie. Por não cumprirem os requisitos das agências daí a exigência de notação financeira elevada, porque normalmente são títulos com algum nível de risco. [↑](#footnote-ref-41)
41. São títulos de dívida garantidos por hipotecas emitidos pelas agências federais. [↑](#footnote-ref-42)
42. É um título de dívida garantido por hipotecas de imóveis comerciais de notação financeira elevada. [↑](#footnote-ref-43)
43. Em Inglês Discount Window, são operações de facilidade de crédito, em que as instituições financeiras pedem emprestados fundos á Reserva Federal. [↑](#footnote-ref-44)
44. Acordo entre a União Europeia e 4 países que são: Suíça, Liechtenstein, Noruega e Islândia. [↑](#footnote-ref-45)
45. Em Inglês: Stakeholders. [↑](#footnote-ref-46)
46. Obrigações emitidas pelo Banco. [↑](#footnote-ref-47)
47. High Skill. [↑](#footnote-ref-48)
48. Low Skill. [↑](#footnote-ref-49)