



Centro de Estudos de  
Economia Aplicada do Atlântico

## WORKING PAPER SERIES

**CEEApIA WP No. 11/2012**

**Economia da Crise**

**Mário Fortuna**

**December 2012**

# **Economia da Crise**

**Mário Fortuna**

Universidade dos Açores (DEG e CEEApIA)

Working Paper n.º 11/2012  
dezembro de 2012

## **RESUMO/ABSTRACT**

### **Economia da Crise**

A seriedade da crise que, desde 2008, afetou o mundo e em particular a Europa, tem suscitado as mais variadas análises com contributos dos mais reputados expoentes da atualidade quando se trata de explicar o funcionamento da economia global.

O presente trabalho revê as diversas linhas de pensamento que são propostas para explicar os fenómenos económicos que têm sustentado a crise, sendo dado particular relevo às suas origens financeiras, com referência à bolha imobiliária dos EUA, ao avolumar das dívidas soberanas de diversos países, ao papel das políticas públicas e aos mecanismos de transmissão dos fenómenos financeiros para o campo económico.

São perspetivadas as saídas possíveis e estendida a reflexão aos casos português e açoriano.

É, por fim, realçado o papel que os economistas tiveram no passado recente, que gerou a situação de crise, e que podem ter na atualidade, para se sair da crise.

The intensity of the crisis that, since 2008, has affected the world and in particular Europe, has warranted a diverse set of explanations with contributions from the best reputed economic analysts in the explanation of the functioning of the global economy.

The current work reviews the various lines of thought to explain the economic phenomena that have fueled the crisis, with particular emphasis given to the real estate bubble of the USA, the accumulation of sovereign debt in various countries, the role of public policies and the transmission mechanisms from the financial to real economic results.

Some of the solutions for the crisis are analyzed with extensions for Portugal and the Azores.

Finally, the role of economists is reviewed both in the processes of arriving at this crisis and of designing the policies to overcome it.

Mário Fortuna  
Universidade dos Açores  
Departamento de Economia e Gestão  
Rua da Mãe de Deus, 58  
9501-801 Ponta Delgada

# **ECONOMIA DA CRISE**

**(Apresentado como Oração de Sapiência na Abertura Oficial das Aulas da Universidade dos Açores  
2012)**

**Mário José Amaral Fortuna**

**Ponta Delgada, 9 de Janeiro de 2012**



### Resumo

A seriedade da crise que, desde 2008, afetou o mundo e em particular a Europa, tem suscitado as mais variadas análises com contributos dos mais reputados expoentes da atualidade quando se trata de explicar o funcionamento da economia global.

O presente trabalho revê as diversas linhas de pensamento que são propostas para explicar os fenómenos económicos que têm sustentado a crise, sendo dado particular relevo às suas origens financeiras, com referência à bolha imobiliária dos EUA, ao avolumar das dívidas soberanas de diversos países, ao papel das políticas públicas e aos mecanismos de transmissão dos fenómenos financeiros para o campo económico.

São perspetivadas as saídas possíveis e estendida a reflexão aos casos português e açoriano.

É, por fim, realçado o papel que os economistas tiveram no passado recente, que gerou a situação de crise, e que podem ter na atualidade, para se sair da crise.

### Abstract

The intensity of the crisis that, since 2008, has affected the world and in particular Europe, has warranted a diverse set of explanations with contributions from the best reputed economic analysts in the explanation of the functioning of the global economy.

The current work reviews the various lines of thought to explain the economic phenomena that have fueled the crisis, with particular emphasis given to the real estate bubble of the USA, the accumulation of sovereign debt in various countries, the role of public policies and the transmission mechanisms from the financial to real economic results.

Some of the solutions for the crisis are analyzed with extensions for Portugal and the Azores.

Finally, the role of economists is reviewed both in the processes of arriving at this crisis and of designing the policies to overcome it.



## 1- Introdução

Um dos temas predominantes de discussão popular, política, académica e científica da atualidade é a crise. Um termo utilizado de forma generalizada para aludir a um estágio geral de revés relativamente a um contexto melhor que já se conheceu, mas que bastas vezes pretende sintetizar, de forma abreviada, uma situação complexa desfavorável.

Pode definir-se uma crise como uma mudança brusca de um equilíbrio levando a uma situação envolvendo riscos percecionados significativos. As crises estão invariavelmente associadas a mudanças num sentido negativo na segurança, na política, na economia, na sociedade, no ambiente, na saúde e em muitas outras circunstâncias, resultando quase sempre de processos mais ou menos imprevistos<sup>1</sup>.

Sendo o termo ‘crise’ utilizado para referir situações tão diversas e envolventes, é evidente que antes de se falar de um tema tão complexo é necessário delimitar os seus contornos sob pena de nos perdermos num turbilhão caótico de ideias sem nexos minimizando a nossa capacidade analítica e, conseqüentemente, a nossa capacidade de compreender os fenómenos.

Falar da crise, compreenda-se, não é tarefa fácil dadas as múltiplas naturezas, incidências e facetas que o tema pode abarcar (Neves, 2011).

Falaremos, essencialmente, de crises enquadráveis no âmbito da esfera económica, o que constitui uma primeira delimitação que não menospreza as outras leituras que podem e devem ser feitas das crises.

Interessa-nos, sobretudo, perceber como a ciência económica nos pode ajudar a compreender as origens e, portanto, as soluções para as crises de natureza económica.

Mesmo cingindo-nos à despectiva económica das crises, há uma enorme diversidade de outras delimitações que devem ser feitas para se perceber os fenómenos em análise. As crises podem ser meramente financeiras ou económicas ou podem revestir ambas as valências em simultâneo: podem ser de dívida privada ou de dívida pública. Terão, seguramente, impactos

---

<sup>1</sup> As definições de crise divergem ligeiramente em diversos dicionários consultados como é o caso do *Merriam-Webster* (<http://www.merriam-webster.com/dictionary/crisis>), do *The Free Dictionary* (<http://www.thefreedictionary.com/crisis>), do *Wiktionary* da *Wikipedia* ou do *Business Dictionary* (<http://www.businessdictionary.com/definition/economic-crisis.html>). O sentido essencial é, no entanto, o mesmo.



diferentes em grupos diferentes de intervenientes, definidos em função de atividades ou da geografia. Parte da dificuldade em se analisar estes fenómenos está em delimitar e caracterizar o objeto de estudo.

Se, por exemplo, olharmos para o percurso económico mundial da última década vamos certamente identificar muitas situações de crise organizáveis não só em função da sua natureza, mas também em função da geografia da sua incidência.

As crises não tocam, a maioria das vezes, a todos por igual. Algumas que implicam momentos de dificuldade para uns, não deixam de ser momentos de enorme oportunidade e mesmo de prosperidade para outros (Asher, 2010).

As crises do petróleo têm-se caracterizado por serem momentos asfixiantes para os países importadores de petróleo e um oásis para os países exportadores.

A crise recente dos produtos alimentares que também ditou agravamentos consideráveis de preços para uns – os consumidores - não deixou de constituir um bom momento para os produtores.

Mas, para além das crises do petróleo e dos cereais, outras se sobrepõem agora pela sua dimensão e impacto: a crise financeira; a crise imobiliária; a crise das dívidas soberanas e, qual chapéu que abarca todas estas crises, a crise económica.

Se as crises têm diversas expressões quando se trata da sua origem e natureza, também têm expressão geográfica muito diversa ou quase tão diversa quanto são diversos os governos e as regiões em que estão, administrativamente, organizados os países.

Na ciência económica é quase ponto assente que viveremos sempre de crise em crise, ditadas pelos ciclos económicos (Neves, 2011), gerados pelo comportamento dos agentes económicos no processo de ajustamento de opções em sistemas muitas vezes desenhados e regulados de forma inadequada. Sublinhe-se que a teoria económica analisa o comportamento de agentes económicos que funcionam em regimes e sistemas configurados, em parte, com preocupações de natureza económica, mas com muitas preocupações de natureza social e, sobretudo, de natureza política.

Se é certo que as crises existiram, existem e voltarão a surgir, também é certo que não há crise que tivesse durado para sempre, reconfortando-nos a constatação de que se aprendeu muito com as do passado, conhecendo-se agora terapias mais adequadas para lidar com as atuais e amenizar os seus efeitos mesmo que não se os consiga eliminar por completo (Reinhart e Rogoff, 2009). Diversos autores sublinham, inclusivamente, as oportunidades de ajustamento



que as crises proporcionam, ao criarem ambientes propícios a mudanças estruturais desejáveis que noutras circunstâncias dificilmente seriam aceites (Neves, 2011; Roubini, 2011).

O título escolhido para o tema desta oração - Economia da Crise -, bem podia ter sido também Economia das Crises, Geografia Económica das Crises ou mesmo a Crise da Economia, ângulo pelo qual muitos economistas, entre os quais se destacam alguns dos prémios Nobel da economia, como Krugman, Sargent e Sims, abordam os múltiplos e graves problemas económicos com que a sociedade se confronta na atualidade, questionando a capacidade da ciência económica, como a conhecemos, para explicar adequadamente as crises mais recentes.

Escolhido o enfoque do tema, vamos então centrar-nos nas atuais crises, iniciadas com o colapso do mercado imobiliário dos Estados Unidos, com reflexos indeléveis, mas não exclusivos, nas crises nacional e regional.

Relevante para a análise que se pretende fazer é a abordagem da ciência económica para a explicação destas crises. Igualmente importante é a identificação das crises que levaram à crise financeira, a compreensão da crise económica que resultou da crise financeira, a identificação da crise das dívidas soberanas que resultou da tomada de medidas para lidar com as crises económica e financeira, não esquecendo crises como a da produtividade ou da competitividade que afetam muito severamente vários países, incluindo Portugal, com uma cronologia que antecede, em muito, a atual crise.

Assim, no que se segue, desenvolveremos esta lição em sete secções. Para além da atual, a segunda aborda os fundamentos da economia e a problemática da origem das crises, revendo algumas das principais linhas de pensamento económico. A secção três aborda especificamente a explicação da crise financeira atual. Na quarta secção explica-se como se passou da crise financeira para a económica. A secção cinco caracteriza a crise das dívidas soberanas. A secção seis sintetiza algumas lições que se podem retirar das crises mais recentes, enquanto na secção sete se reveem algumas linhas de atuação recomendadas para que se ultrapassem os constrangimentos da crise económica da atualidade.

## ***2- A Teoria Económica e a Origem das Crises***

As bases da teoria económica são lançadas nas disciplinas introdutórias, com a explicação do comportamento dos principais agentes económicos – famílias e empresas – e com a



explicação da organização e funcionamento dos mercados. A partir de pressupostos de agregação de comportamentos individuais, passa-se da microeconomia para a macroeconomia.

O problema central da economia, incorporado no comportamento dos agentes, é a afetação de recursos, que são escassos, à satisfação dos interesses das pessoas, enquanto elementos de agregados familiares ou enquanto parte interessada na atividade das empresas. Pressupõe-se, por isso, que se otimizam funções objetivo – a utilidade para as famílias e o lucro para as empresas – sujeitas a restrições que têm de ser respeitadas, dada a presunção de escassez de recursos ou a limitação de conhecimentos tecnológicos.

A eficiência da afetação de recursos é conseguida num contexto de concorrência perfeita em que todos os agentes têm informação perfeita e os preços relativos dos bens refletem custos relativos. Aceite esta base de análise, compreende-se que os economistas venham defendendo os mecanismos de um mercado em concorrência perfeita como o limite desejável para a organização da tarefa de afetação de recursos na economia. No outro extremo, a alternativa é sempre a dependência de alguma entidade para a concretização desta tarefa, como acontecia, por exemplo, na extinta União Soviética, numa abordagem que se revelou claramente inferior à abordagem do mercado, nos resultados que produziu e no bem-estar que gerou.

São várias, no entanto, as circunstâncias em que os pressupostos necessários para as soluções de concorrência perfeita não se verificam, levando às designadas falhas de mercado, profusamente estudadas no âmbito da economia, que justificam intervenção por parte das autoridades. Uma destas falhas resulta da assimetria de informação. Isto é, alguns agentes económicos detêm mais informação do que outros, distorcendo os resultados pretendidos.

Segundo Roubini e Mihm (2011), a economia da crise é o estudo das razões das falhas de mercado. Apontam, contudo, que muito do que se tem estudado em economia assenta no pressuposto de que os mercados funcionam bem.

Certo é que economias totalmente liberais, em que se deixam os mecanismos de mercado funcionar livremente, não existem. Veja-se, como confirmação, a miríade de regras que são sistematicamente impostas a cada uma das tarefas que empresas e indivíduos cumprem no dia-a-dia. Estas regras, umas regionais, outras nacionais e outras ainda internacionais, não são mais do que tentativas de regulação das atividades dos agentes económicos; umas razoáveis, outras totalmente absurdas ou mesmo nefastas para o bom funcionamento da economia.

A perceção diversa do grau de eficiência dos mercados determinou o surgimento de linhas distintas de pensamento económico, colocando de um lado os mais intervencionistas e



defensores de mecanismos reguladores e, do outro, os mais liberais, crentes na capacidade autorreguladora dos mercados.

Em mercados eficientes pressupõe-se que existe informação perfeita e ninguém, individualmente, tem poder suficiente para condicionar os preços.

As principais linhas de pensamento económico irradiam desta base, sendo a linha mais liberal protagonizada pela escola de Chicago, que, no passado, teve Milton Friedman como um dos seus principais expoentes e, na atualidade, é representada por Robert Lucas, proponente inicial dos modelos de expectativas racionais. A corrente mais intervencionista, por outro lado, é associada às despectivas avançadas por John Maynard Keynes a propósito da recuperação da grande depressão da primeira metade do século passado.

Nas discussões da atual crise pontuam críticas aos pressupostos dos modelos que predominaram na inspiração das principais instituições financeiras, das reguladoras e dos responsáveis pela condução da política económica, em geral.

Entre os mais críticos está Paul Krugman (2009) ao considerar excessivos os pressupostos de funcionamento eficiente dos mercados defendidos pelas escolas americanas de Chicago e do Minnesota - os designados economista de água doce (pelo facto das suas instituições estarem próximas de lagos de água doce dos Estados Unidos), cujas perspetiva são confrontadas com as de economistas de inspiração mais keynesiana de Harvard, MIT, Stanford e Yale - os designados economistas de água salgada (pelo facto de as suas instituições estarem próximas do mar).

A crítica fundamental vai para a confiança excessiva colocada na eficiência dos mercados e a vista grossa que foi feita a muitas questões relevantes do que pode correr mal no funcionamento das instituições envolvidas, particularmente quando os próprios reguladores do sistema não acreditam na regulação (Puig, 2009). Daí a recomendação de que os atuais acontecimentos devem levar os especialistas a serem mais cuidadosos nos seus conselhos e ser mais conservadores no desmantelamento de salvaguardas que se consideram necessárias, exatamente porque nem toda a atuação dos mercados é racional (Krugman, 2009).

Embora alguns intervenientes no debate ainda mantenham a separação entre uma ou outra linha, outros apontam para a convergência que tem havido entre as duas despectivas quanto a diagnósticos e a soluções para as crises mais recentes (Neves 2011).

Com efeito, em muitos casos, a divergência pode estar apenas associada à especificação das questões em análise, mais do que à efetiva divergência de perspetivas.



Mankiw (2010) cingindo-se à reação das autoridades à crise levanta uma outra questão muito relevante quando se trata de abordar a condução de políticas económicas – qual a base de conhecimentos e quais as motivações dos economistas que aconselham os decisores. Não pondo em causa a inspiração keynesiana das intervenções realizadas nos Estados Unidos, já no mandato do presidente Obama, o autor questiona os valores dos parâmetros comportamentais utilizados, sugerindo maior cautela na análise dos estudos em que se inspiram ou mesmo a realização de novos estudos para a sua determinação. Mankiw conclui ser injusto criticar os que ele designa por “economistas do governo” que trabalham sob a pressão de políticos que têm de ter em linha de conta quer a teoria económica e os dados, quer as motivações dos eleitores e a realidade política pois a política económica não se resume à economia aplicada.

Feito o balanço, os princípios da economia saem incólumes das crises mais recentes, sendo evidente que nem os liberais nem os Keynesianos falharam (Puig, 2009).

Falham, sim, aqueles que pretendem, de forma simplista, encaixar fenómenos que caracterizam mal, em nomenclaturas incompletas, com prejuízo para a sua compreensão. Falham também os que, por ignorância ou por conveniência, omitem os compromissos que assumem quando sobrepõem objetivos políticos às recomendações da economia aplicada (Neves, 2011).

Justifica-se, assim, o trabalho continuado que vem sendo desenvolvido na área, com contributos positivos para a melhor compreensão de fenómenos que derivam sempre do comportamento do homem e da sua capacidade permanente de inovação.

### **3- As Origens da Crise Financeira**

A crise financeira, que se instalou a partir de meados de 2008, pode ser diretamente associada à crise do mercado imobiliário dos Estados Unidos, a qual, por sua vez, é iniciada pela crise do *sub-prime* do mesmo país, atizada por agências de promoção da política habitacional, acelerada na administração Clinton e tolerada em administrações subsequentes (Claessens, *et al*, 2010; Davies, 2010; Roubini e Mihm, 2011; Neves, 2011).

A bolha imobiliária dos Estados Unidos e o seu subsequente rebenfamento por volta de 2006 está associada a uma política ativa de incentivo por parte das autoridades para que as instituições públicas de crédito imobiliário Fannie Mae e Freddie Mack assegurassem condições de obtenção de crédito habitacional tendencialmente a indivíduos de escalões de rendimento



cada vez mais baixos (Reinhart e Rogoff, 2009; Congleton, 2009). A ação destas agências cresceu de forma exponencial entre 2006 e 2008, altura em que já detinham cerca de metade das hipotecas sobre habitações dos Estados Unidos (Davies, 2010). Com um mercado marcado por excesso de oferta e com um ambiente de incerteza quanto ao valor do imobiliário, os preços caíram, arrastando consigo tanto o valor das hipotecas das agências públicas como o valor dos ativos de muitas instituições financeiras, criando um processo de destruição de valor bolsista para indivíduos e instituições, entre as quais figuravam os bancos.

Os problemas gerados no *sub-prime* dos Estados Unidos, que noutras circunstâncias ficariam naquele mercado, foram substancialmente ampliados pelas inovações entretanto introduzidas nos instrumentos financeiros derivados e pela política laxista das entidades reguladoras que, adotando uma visão de *laissez-faire laissez-passer*, permitiram que instrumentos financeiros com base em ativos de qualidade duvidosa, baseados nas hipotecas *sub-prime*, chegassem aos mercados financeiros e aos balanços dos bancos (Puig, 2009).

Em paralelo, surgem vários outros fatores que ajudaram a construir um cenário financeiro incendiário: uma política monetária expansionista promovida por alguns bancos centrais, nomeadamente a Reserva Federal dos Estados Unidos e o Banco Central da Grã-Bretanha; uma política de confiança exagerada nos mecanismos de mercado por parte da Reserva Federal dos Estados Unidos que levou a uma política de desintervenção e desregulamentação; a vista grossa feita às características dos novos instrumentos financeiros, precursores de novas atividades, com expressão muito significativa no desenvolvimento destes serviços na Grã-Bretanha; a permissão da entrada destes novos instrumentos financeiros nas operações do sistema bancário; o surgimento descontrolado de um sistema de financiamento paralelo nos Estados Unidos; uma regulação laxista que permitiu que passasse uma falsa ideia de segurança dos mercados; a dependência elevada de agências de *rating* para complemento da ação dos reguladores na validação da qualidade dos instrumentos financeiros; a permissividade dos responsáveis pela política económica e dos políticos perante os benefícios de um ambiente de elevada liquidez e juros baixos, proporcionando uma sensação, mesmo que falsa, de enorme prosperidade, mobilizadora da simpatia dos votantes.

Importa explicar melhor como é que uma crise do mercado imobiliário dos Estados Unidos se transforma numa crise financeira de dimensão planetária. O mecanismo de transmissão está na internacionalização dos mercados financeiros e na crescente facilidade com que o capital disponível circula em todo o mundo (Reinhart e Rogoff, 2009).



Países com desequilíbrios externos negativos (como é, por exemplo, o caso de Portugal, da Grécia e dos Estados Unidos) apresentam-se nos mercados internacionais para a obtenção de crédito baseado em poupanças dos países com excedentes externos (China e países produtores de petróleo, por exemplo). Por esta via e utilizando uma enorme variedade de instrumentos, os que pretendem antecipar consumo ou investimentos recorrem à poupança dos que pretendem adiar consumo e investimentos, tal como acontecia nos mercados financeiros nacionais quando as economias eram fechadas.

O capital circula a nível global em busca dos melhores resultados. Quando os resultados advêm da capitalização bolsista dos instrumentos, como aconteceu num gesto de confiança nos mercados, o seu valor é determinado pelo mercado que se pressupõe dispor de toda a informação necessária. Caso contrário, o que funciona é a especulação do mercado que leva a que o valor de um ativo dependa apenas da existência de potenciais compradores, independentemente do seu valor intrínseco (Congleton, 2009).

Foi neste ponto que se deu a rotura: quando o mercado, já inundado com ativos derivados baseados no crédito imobiliário dos Estados, começou a duvidar do real valor destes ativos, precipitando uma reavaliação que quebrou o ciclo especulativo e gerou um reajustamento de dimensão extraordinária, complicado por um surto de desconfiança entre as instituições financeiras, por não se saber quem eram os detentores dos agora designados ativos tóxicos.

Parte da responsabilidade da situação cabe à atuação de profissionais sem escrúpulos, parte às entidades reguladoras (Reinhart e Rogoff, 2009). Se é legítimo questionar o comportamento ético dos profissionais do sector financeiro que materializaram as operações mal informadas, é particularmente importante questionar qual a responsabilidade das entidades reguladoras em todo o processo. Perante acontecimentos tão significativos, não será razoável presumir que as entidades reguladoras não sabiam o que se estava a passar ou não compreendiam os riscos que estavam a ser acumulados.

Para vários economistas, o problema não está na natureza dos instrumentos que ampliaram a crise financeira, mas na incapacidade das autoridades para lidar com novos instrumentos de enorme potencial (Neves, 2011).

Se gerir o funcionamento de um sistema financeiro nacional era já tarefa sensível e difícil, gerir um sistema internacional torna-se uma tarefa ainda mais difícil. As dificuldades e os azares da gestão de um sistema financeiro globalizado não devem no entanto, constituir razão para se recuar neste processo. Seguramente a afetação global dos recursos disponíveis proporciona



melhores resultados, controlando-se os mecanismos por forma a evitar, no contexto global, falhas semelhantes às que ocorreram em sistemas nacionais, com as devidas diferenças para a dimensão dos fenómenos.

#### **4- A Evolução para a Crise Económica**

As crises financeiras têm resultado de algumas fragilidades evidentes dos sistemas e da actuação de políticos e reguladores. No entanto, qualquer que seja a explicação para as crises financeiras, elas têm reflexos diretos, de maior ou menor monta, na economia (Neves, 2011).

A existência de mercados financeiros potencia o crescimento económico ao mobilizar os recursos entre os que poupam e os que pretendem investir ou antecipar o consumo. Foi com o recurso ao financiamento alheio que se conseguiu atingir os níveis de desenvolvimento dos tempos mais recentes. Não fora o financiamento, muitas habitações não teriam sido construídas, muitos negócios não se teriam desenvolvido e muitos empregos não teriam sido criados.

Durante uma crise financeira, como a de 2008, as instituições financeiras vêm reduzida a sua base de concessão de crédito e os aforradores vêm as suas poupanças desvalorizadas. Como consequência, os aforradores retraem-se no seu consumo por verem desvalorizadas as suas poupanças; as empresas deixam de ter crédito para financiar projetos ou mesmo para financiar as suas operações; e, os particulares que procuram antecipar o consumo ou o investimento deixam de ter acesso a crédito.

Com menos rendimento disponível em circulação e com menos financiamento para novos projetos ou novas habitações, a atividade económica retrai-se. Os construtores deixam de poder construir porque deixaram de ter financiamento para a construção e, sobretudo, deixaram de ter clientes. Novos projetos esbarram contra um novo crivo muito mais apertado de financiamento.

A diminuição da produção e o consequente aumento do desemprego é o resultado imediato do primeiro impacto de uma crise financeira, constituindo o primeiro reflexo da crise económica que se instala (Santos, 2011).

A desvalorização de ativos financeiros, o desemprego, o mero receio do desemprego e de perspectivas futuras mais arriscadas leva, naturalmente, os consumidores a retraírem-se no



consumo de bens transacionáveis, enviando ondas de choque negativas a quase todos os sectores de atividade.

No entanto, países diferentes estão preparados de forma diferente para lidarem com situações novas de crise. Países com baixo nível de endividamento, uma história de orçamentos equilibrados e sem desequilíbrios financeiros externos estão, invariavelmente, mais bem preparados para lidar com situações de crise (Obsfeld e Rogoff, 2009; Obsfeld, 2011; Rose e Spiegel, 2011).

Em qualquer dos casos, com ou sem desequilíbrios externos, os governos, ou porque pretenderam salvaguardar a estabilidade sistémica dos seus sistemas financeiros ou porque, numa postura keynesiana, tentaram contrariar as quebras de atividade económica com políticas orçamentais expansionistas, aprovaram aumentos muito expressivos de endividamento, o que irá constituir uma condicionante importante para as políticas económicas dos próximos anos (Claessens, *et al*, 2010).

## **5- O Avolumar das Dívidas Soberanas**

A crise das dívidas soberanas que afeta atualmente um número considerável de países da UE, está associada, em muitos casos, às operações de socorro de urgência para estabilizar os mercados financeiros. Em diversos casos está também associada a problemas reais de competitividade e a desequilíbrios externos estruturais que se prolongam no tempo.

Os exemplos mais expressivos de intervenção de socorro aos mercados financeiros podem ser encontrados em países como: a Irlanda que se inscreveu na história económica ao registar, em 2009, um défice orçamental correspondente a 32% do PIB para assegurar a estabilidade de um sistema bancário extremamente exposto aos produtos desvalorizados baseados no mercado financeiro norte-americano; os Estados Unidos e a Grã-Bretanha que intervieram para salvar instituições financeiras (Neves, 2011).

A generalidade dos países, para além das intervenções de estabilização do sistema financeiro, assumiu uma postura expansionista da política orçamental com o propósito de contrariar, pelo menos parcialmente, os efeitos económicos negativos da crise financeira. Portugal é um dos países incluídos neste grupo, tendo feito intervenções para a salvaguarda do sistema, mas atuando, sobretudo, com políticas tendentes a contrariar o abrandamento económico.



Nem todos os problemas de dívida soberana, todavia, estão associados às intervenções para lidar com os efeitos da crise financeira de 2008. Alguns países, como a Grécia e Portugal, já evidenciavam problemas de endividamento excessivo muito antes deste episódio.

A Grécia conseguiu, durante algum tempo, iludir os mercados e as autoridades adulterando as suas estatísticas, mas de facto nunca cumpriu com os critérios do Pacto de Estabilidade e Crescimento, evidenciando que o controlo interno das finanças públicas não era efetivo.

Por seu turno, Portugal também tem vivido a era do euro sempre abaixo das linhas de referência quando se trata de cumprir com os objetivos da política orçamental. Com efeito, Portugal inaugurou a ativação dos sistemas de alerta do Pacto de Estabilidade e Crescimento quando, em 2002, ultrapassou o défice de 3% PIB.

Os problemas de Portugal, quase sempre presentes desde 1974/1975, agravam-se, nos últimos 15 anos, devido a políticas públicas laxistas, orientadas para suportar uma série de corporações que protegem a sua quota-parte do orçamento público. Ocorreram cedências, muitas vezes de forma irracional, às pressões exercidas pelas diversas corporações – transportes, educação, saúde, administração, etc. Assim, o crescimento das obrigações assumidas em sectores de atividade de bens não transacionáveis veio sempre a crescer, alimentando-se em endividamento, crescentemente externo e excessivo para uma base económica exígua mas, mesmo assim, sujeita a uma continuada escalada de impostos e outras obrigações que impõem exigências cada vez maiores sobre um sector privado, cada vez mais incapaz de suportar solicitações desmedidas (Neves, 2011).

A dívida externa de Portugal, que em 1994 ascendia a cerca de 50% do PIB, situava-se, em 2007, antes da crise financeira global, nos 216%. Em 2009, subiu para 240% (Neves, 2011). Não fora a integração do país na zona euro e certamente que há muito teria havido necessidade de recurso a uma intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI).

O problema da dívida soberana de alguns países europeus, como a Grécia e Portugal, não pode ser associado apenas à crise financeira recente. Tem raízes muito mais profundas, originadas por sucessivas políticas orçamentais laxistas e por outras políticas sociais que foram paulatinamente degradando a sua produtividade e a sua competitividade, deixando ambos extremamente fragilizados para poderem lidar adequadamente com qualquer nova situação difícil (Álvaro, 2009, 2011; Neves, 2011).

É neste quadro que se deve enquadrar as políticas propostas no memorando de entendimento celebrado entre Portugal, o FMI, a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu (FMI, 2011).



## 6- Lições da Crise

Várias lições devem ser retiradas da profunda crise em que estão mergulhadas as economias ocidentais: i) a estabilidade do sistema financeiro é fundamental na sua dimensão nacional e internacional; ii) os mecanismos internacionais de transmissão de choques são, numa economia globalizada, muito rápidos; iii) a intervenção governamental para assegurar o funcionamento do sistema financeiro é possível mas extremamente oneroso para as finanças públicas; iv) a regulação deve ser reforçada para suprir os efeitos de comportamentos pouco éticos nos mercados; v) situações nacionais de desequilíbrio externo reduzem a capacidade de reação dos países a choques externos; vi) os efeitos das crises internacionais transmitem-se também às regiões; vii) a teoria económica continua a ser uma excelente base para a compreensão do funcionamento da economia.

A importância da estabilidade dos sistemas financeiros sobressai como uma lição importante da actual crise. Já foram registadas muitas outras crises financeiras em diversos países ou em regiões delimitadas (Reinhart e Rogoff, 2009). Mas, nunca como no atual caso, uma crise financeira foi geograficamente tão abrangente porque nunca o sistema financeiro internacional esteve tão integrado. Ficou a faltar a regulação adequada a esta nova realidade.

Com efeito, novas realidades deram a esta crise dimensões que não existiam nas anteriores: 1) o uso generalizado de novos instrumentos financeiros opacos; 2) uma maior interligação entre mercados financeiros, nacionais e internacionais; 3) o elevado grau de endividamento das instituições financeiras e; 4) o papel central do endividamento das famílias (Claessens, et al. 2010; Reinhart e Rogoff, 2009; Quiggin, 2011).

O uso generalizado de instrumentos financeiros complexos dificultou a análise directa do seu risco, levando os investidores a recorrer a processos de ‘rating’, também eles deficientes (Gartner, et al., 2011).

A integração financeira internacional aumentou drasticamente durante o início deste século, acompanhando a globalização das actividades económicas. Deste processo resulta não só uma maior partilha de risco internacional, mais concorrência e mais eficiência, mas também um maior risco de transmissão de choques, independentemente das fronteiras geográficas. O risco sistémico deixa de ser apenas nacional para passar a ser internacional.



A elevada concentração de endividamento, quer das instituições financeiras, quer dos investidores, sugerindo um elevado grau de confiança no futuro, contribuiu de forma indelével para a propagação dos choques. Este endividamento limitou em muito a capacidade das instituições para lidarem com reveses, mesmo que de menor dimensão, degradando a confiança no sistema. O recurso generalizado a valores de mercado para a contabilização do valor dos ativos das instituições financeiras levou a um processo de ajustamento ainda mais acelerado.

Se em crises anteriores os intervenientes quase exclusivos foram as instituições e/ou as empresas, na atual crise, com particular incidência nos Estado Unidos mas não só, as famílias também assumiram um papel importante devido aos níveis de endividamento assumidos.

Sendo o catalisador da crise o mercado imobiliário inflacionado dos Estados Unidos, o gatilho foi a queda dos preços das habitações, conjuntamente com uma política monetária contracionista. Surpreendeu a rapidez com que os efeitos se alastraram a nível global, em várias fases e com diversos mecanismos de ampliação. (Claessens, *et al.*, 2010).

Numa primeira fase, foram afetadas instituições com exposição direta nos Estados Unidos. Posteriormente, numa segunda fase, a contaminação internacional foi transmitida através dos mercados evidenciando insuficiências de liquidez combatidas com intervenções dos bancos centrais e dos governos. A terceira fase ocorre quando se instalam as preocupações com a solvência das instituições financeiras, depois do colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008. A situação é agravada com o desfasamento do reconhecimento dos problemas de insolvência, abordados, também, de forma inadequada. A confiança dos mercados estava abalada.

A crise precipitou a intervenção governamental que se tendo iniciado para repor a confiança dos mercados e conter as quebras económicas, rapidamente evoluiu para intervenções destinadas a manter a liquidez para intervenções para assegurar a solvência das instituições.

Estas intervenções deixam agora uma tarefa hercúlea e prolongada de reajustamento do endividamento público para níveis mais aceitáveis. Fica sublinhada a importância de manutenção de espaço de manobra orçamental para lidar com as necessidades pontuais de intervenção governamental (Claessens, *et al.*, 2010). Não fora o erro de se abrandar as regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento, em 2005, os países da União Monetária teriam funcionado com uma restrição mais apertada que lhes daria maior capacidade de intervenção durante o período de crise (Neves, 2011).



As falhas identificadas nos sistemas financeiros nacionais e internacionais requerem uma nova postura face à regulação e à condução de políticas monetárias. Uma e outra têm de decorrer de forma mais coordenada se não mesmo de forma integrada (Claessens, *et al.*, 2010).

No final, permanece uma conclusão: o equilíbrio interno e externo de cada país é um objetivo que deve ser seriamente prosseguido por razões que são intuitivas. Os países mais equilibrados são os que têm revelado melhores condições para lidar com a crise atual.

Portugal, debatendo-se há mais de uma década com défices estruturais, estava mal preparado para lidar com mais uma nova de dificuldade, padecendo também, mesmo que à sua medida, de muitos dos males que estiveram subjacentes à crise financeira global.

O efeito claro da crise em todos os recantos nacionais traz nova luz sobre a evidência de que a integração económica implica uma transmissão certa de efeitos. Sempre foi evidente que, perante a natureza da crise, também os Açores seriam afetados pelas suas consequências.

Não restam dúvidas que a economia de mercado continua a ser a melhor forma de organizar a produção e o consumo (Neves, 2011) e a teoria económica continua a proporcionar as melhores explicações para o funcionamento da economia, para as suas falhas e para a abordagem à sua resolução. Assim, justifica-se trabalho continuado na melhoria dos modelos económicos que informam a intervenção das políticas públicas, lembrando que se a eficácia da ciência tem limites, as alternativas são muito piores. Invariavelmente, os que tentam minimizar as supostas deficiências dos modelos teóricos não têm nada de útil para apresentar, a não ser outros modelos teóricos (Neves, 2011).

## **7- Saídas para a Crise Atual**

As crises são sentidas em regiões e em países que estão mais ou menos integrados em espaços económicos e financeiros internacionalizados. É do interesse geral, pelas externalidades que geram, que estes sistemas funcionem de forma eficaz. Assegurar este desiderato requer o reconhecimento dos interesses comuns e a coordenação não só de aspetos financeiros, como também orçamentais.

A regulação do sistema financeiro internacional afigura-se como uma necessidade premente tal como o reforço de entidades de intervenção internacional, desligadas, tanto quanto possível de questões políticas correntes de países ou de regiões específicas.



No contexto dos países da União Monetária, o reforço das regras orçamentais é uma necessidade, para retirar de caprichos políticos alguma capacidade de prejudicar a estabilidade económica e monetária do conjunto.

Se há tarefas de coordenação internacional a realizar, cada país terá naturalmente a sua quota-parte de responsabilidade nos ajustamentos a fazer em face desta ou de outras crises, começando por uma adequada regulação do sistema financeiro nacional (Reinhart e Rogoff, 2011).

Tão importante como a regulação do sistema financeiro é a regulação de atividades chave para a determinação dos custos de contexto que condicionam o funcionamento da economia e da sociedade em geral: sistema judicial; transportes; comunicações; saúde; ensino; entre outras.

Fundamental será uma gestão adequada das responsabilidades públicas contidas no orçamento e em todo o seu perímetro suficientemente alargado para impedir a utilização dos subterfúgios da desorçamentação profusamente utilizada a todos os níveis da administração pública em Portugal.

Independentemente do controlo de uma moeda nacional, é crítico o controlo dos desequilíbrios externos, reflexo de desequilíbrios internos e causadores de muitos dos males de que, atualmente, padece Portugal. Não é possível, sem consequências gravosas, manter desequilíbrios externos durante décadas, como tem acontecido em Portugal.

A correção dos desequilíbrios externos passa, naturalmente, pela retificação dos desequilíbrios internos que se manifestam pela afetação excessiva de recursos à produção de bens não transacionáveis, em prejuízo dos bens transacionáveis - os únicos que nos podem dar expressão numa economia aberta.

Neste sentido, as políticas para a competitividade são indispensáveis, constituindo um desafio acrescido em espaços monetários integrados, como acontece com Portugal. Não há mais a opção de desvalorizar a moeda para desvalorizar os salários reais. A desvalorização tem de ser direta e faz-se por uma de duas vias: ou se ganha menos por um determinado esforço de trabalho; ou se trabalha mais para um determinado nível de remuneração. Medidas desta natureza, sistematicamente enjeitadas ao longo dos últimos anos, constituem parte da lista contida no memorando de entendimento com o FMI/BCE/CE (FMI, 2011).

No entanto, estas políticas não devem ser confundidas com as reduções salariais da função pública em Portugal ou com os aumentos de impostos, estritamente associadas a uma tentativa de redução do enorme desfasamento entre as receitas arrecadadas pelo Estado e as despesas a



realizar. Esta conclusão leva-nos a uma outra constatação: podemos, durante algum tempo, enquanto houver credores, distribuir mais riqueza do que a que geramos, mas não o podemos fazer sempre.

As responsabilidades regionais de ajustamento são em tudo iguais às responsabilidades nacionais, com as devidas adaptações para as áreas de competência de cada nível de governo.

A sustentabilidade das políticas regionais e locais segue os mesmos princípios que a sustentabilidade das políticas nacionais. Muitas das crises orçamentais nacionais registam contributos regionais e locais consideráveis como se verificou em vários países no passado e se tem vindo a constatar também para o caso português (Claessens, *et al.*, 2010).

Antes de terminar esta apresentação permitam-me duas notas finais. Uma para realçar a importância da literacia económica e financeira das populações em geral e, sobretudo, dos responsáveis pela condução das políticas públicas, demasiadas vezes subalternizadas a objetivos políticos que, excluindo-se a hipótese de ação com dolo, só pode resultar da ignorância certa dos graves prejuízos que se pode causar à sociedade. A outra nota para parafrasear Mankiw (2010) a propósito do papel dos economistas - os economistas são cientistas sociais, não políticos. E, trabalhem para o governo ou tenham o privilégio de poderem observar os acontecimentos a partir de uma torre de marfim, a integridade da profissão e a importância do trabalho desenvolvido exigem que eles sejam sujeitos a juízo crítico; devem ser sempre compelidos a submeter os seus pressupostos, dados, modelos e conclusões a escrutínio cuidadoso. O trabalho mais importante de um economista não é facilitar a vida aos políticos, mas antes pensar bem os problemas, examinar toda a informação disponível sobre as causas do problema e encontrar potenciais soluções, propondo as que evidenciem melhor probabilidade de funcionarem.

Milton Friedman defendeu que o papel do economista na discussão de políticas públicas é o de prescrever o que deve ser feito em face do que pode ser feito, política à parte, e não prever o que é ‘politicamente viável’ para depois o recomendar.

Mankiw (2010) sugere que num período de incerteza económica e conturbação política, nós economistas – dentro e fora do governo – não podemos fazer melhor do que seguir a recomendação de Milton Friedman.



### Referências Bibliográficas

- Asher, Mukul (2010). “The Global Economic Crisis: An Opportunity for Strengthening Asia's Social Protection Systems?”, **Asian Development Bank Institute, ADBI Working Papers**, Feb, 198, <http://ideas.repec.org/p/ris/adbiwp/0198.html>
- Claessens, Stijn, Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan e Luc Laeven (2010). “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. **IMF Working Paper n° WP/10/44**
- Congleton, Roger (2009). “On the political economy of the financial crisis and bailout of 2008–2009”, **Public Choice**, 140, páginas 287–317
- Conway, Edmund (2009). “Economics crisis and a crisis for economics”. The Telegraph, 29 de Julho de 2009. (<http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/edmundconway/5934382/>)
- Davies, Howard (2010). **The Financial Crisis: who is to blame?** Cambridge, U.K. Polity Press.
- FMI (2011). **Portugal: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding**. Fundo Monetário Internacional. <http://www.imf.org/external/np/loi/2011/prt/051711.pdf>
- Gartner, Manfred, Bjorn Griesbach e Florian Jung (2011). “PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies” In *International Advances in Research* 17:288-289.
- Johnson, Simon (2009). “The Economic Crisis and the Crisis in Economics”. In *Speeches and Papers*, Peterson Institute of International Economics. (<http://www.iie.com/publications/papers/print.cfm??researchid=1090&doc=pub>)
- Krugman, Paul, (2009). How did Economists Get It Do Wrong?. The New York Times, 6 de Setembro. [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).
- Mankiw, N. Gregory (2010). “Crisis Economics”. In **National Affairs, N° 4, 2010**. Páginas 21-32. (<http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/crisis-economics>)
- Neves, João César das (2011). *As 10 Questões da Crise*. D. Quixote, 2ª edição. Lisboa
- Obstfeld, Maurice e Kenneth Rogoff (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”. **Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Conference**. Santa Barbara California.
- Obstfeld, Maurice (2011). “Financial Flows, Financial Crisis, and Global Imbalances”. 15<sup>TH</sup> **International Conference on Macroeconomic Analysis and International Finance**. Universidade de Creta, Grécia. (<http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/>)
- Pereira, Álvaro Santos (2011a). **Portugal na Hora da Verdade: como vencer a crise nacional**. Gradiva. Lisboa, Portugal



- Pereira, Álvaro Santos (2011b). **Os Mitos da Economia Portuguesa**. Guerra & Paz, eds. 4ª Edição. Lisboa, Portugal
- Piug, Miquel (2009). Regulation, liberalisation and interventionism: Some thoughts on the relation between economic ideas and the crisis, *paradigmes / Issue no. 2 / June 2009*, páginas 180-189.
- Quiggin, John (2011). “What Have We Learned from the Global Financial Crisis?”, **Australian Economic Review**, 44 (4), páginas 355–365, December 2011
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff (2009). “**This time is different: eight centuries of financial folly**”, Princeton University Press
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff (2011). “From Financial Crash to Debt Crisis”, **The American Economic Review**, Volume 101, Number 5, August 2011 , páginas 1676-1706(31)
- Rose, K. Andrew e Mark Spiegel (2011). “Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update”. **Federal Reserve Bank of San Francisco, working paper series – working paper 2011-02**. San Francisco USA.
- Roubini, Nouriel e Stephen Mihm (2011). **Crisis Economics**. New York, USA. Penguin Books.
- Roubini, Nouriel (2010). “Crisis Econmics! A return to the abyss”. **The International Economy, Spring 2010**. Washington D.C. USA. Págs 33-34.
- Santos, João (2011). “Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis”, **The Review of Financial Studies**, 24 (6), páginas 1916-1943.
- Schneider, Giorgos Kallis, Joan Martinez-Alier, (2010). “Crisis or opportunity? Economic degrowth for social equity and ecological sustainability. Introduction to this special issue”, **Journal of Cleaner Production**, Volume 18, Issue 6, April 2010, Pages 511-518