

COMO OS PAÍSES VÃO À FALÊNCIA O GRANDE CICLO



TRADUÇÃO
REVISTA PELO
AUTOR.

RAY DALIO

AUTOR DO LIVRO *BESTSELLER DO NEW YORK TIMES*, *PRINCÍPIOS*,
E FUNDADOR DO MAIOR *HEDGE FUND* DO MUNDO



SELF

INTRODUÇÃO

1

PARTE I

SÍNTESE DO GRANDE CICLO DA DÍVIDA

9

1	O Grande Ciclo da Dívida num Breve Resumo	13
2	A Mecânica em Palavras e Conceitos	37
3	A Mecânica em Números e Equações	69

PARTE II

A SEQUÊNCIA ARQUETÍPICA QUE LEVA GOVERNOS CENTRAIS E BANCOS CENTRAIS À FALÊNCIA

99

4	A Sequência Arquetípica	103
5	O Setor Privado e a Crise da Dívida do Governo Central (Fases 1–4)	111
6	A Crise repercute-se sobre o Banco Central (Fases 5–6)	141
7	A Anterior Grande Crise da Dívida atenua-se, um Novo Equilíbrio é Atingido e um Novo Ciclo Pode Começar (Fases 7–9)	153
8	O Grande Ciclo Global	171

PARTE III

RETROSPETIVA

189

9	De 1865 a 1945 num Breve Resumo	195
10	Uma Breve Análise do Grande Ciclo da Dívida desde 1945 até à Atualidade	205
11	1945 a 1971 – Um Sistema Monetário Vinculado (ou seja, Dinheiro Duro)	223

12	1971 a 2008 – Uma Moeda Fiduciária, Política Monetária Conduzida pela Taxa de Juro	233
13	2008 a 2020 – Moeda Fiduciária e Monetização da Dívida	257
14	Desde 2020 – Pandemia e Grandes Défices Fiscais Monetizados	269
15	Grande Ciclo da China desde 1945–49 até à Atualidade num Breve Resumo	283
16	O Caso Japonês e as Lições que Oferece	305

PARTE IV

PROSPETIVA

357

17	O Que os Meus Indicadores Mostram	341
18	A Minha Solução de 3% em 3 Partes	353
19	A Minha Antevisão do Futuro	379

COMO LER ESTE LIVRO

- Porque reconheço que existem diferentes leitores com diferentes níveis de especialização que querem dedicar diferentes períodos do seu tempo a esta temática e quero ajudar-vos a tirar proveito da leitura deste livro, **destaquei os pontos mais importantes a negrito para poderem ler apenas os conteúdos mais essenciais e como opção, explorar os detalhes que vos interessam**. Se o leitor for um profissional ou aspirante a profissional, que gosta verdadeiramente de economia e mercados, recomendo-lhe a leitura integral porque acredito que lhe dará uma perspetiva singular e do seu agrado – ajudando-o, em simultâneo, a ser bem-sucedido no seu trabalho. Caso contrário, recomendo a leitura do texto a negrito.
- Também quero transmitir alguns princípios que são verdades intemporais e universais para lidar bem com a realidade, assinalados através da **● anteposição de um ponto vermelho e do itálico**.
- Como adoro ter conversas bilaterais com as pessoas, em vez de me limitar a partilhar as minhas ideias, e como considero que estas conversas me dão *feedback* valioso que aperfeiçoa o meu próprio pensamento, estou a trabalhar em algumas novas tecnologias para o fazer, incluindo uma versão de IA de mim mesmo. Se quiser saber mais sobre este assunto, recomendo que se inscreva em principles.com para receber atualizações.
- Finalmente, para evitar que este livro se torne demasiado longo, também disponibilizo uma grande quantidade de material complementar em economicprinciples.org, incluindo material de referência, citações, dados adicionais sobre os índices, etc.

INTRODUÇÃO

Há limites para a dívida de um país e o crescimento da mesma?

O que acontecerá às taxas de juro e a tudo o que afetam se o crescimento da dívida do governo não abrandar?

Poderá um país grande e importante, com uma forte moeda de reserva, como os EUA ir à falência – e, se sim, como seria?

Existe algo como um “Grande Ciclo da Dívida” passível de ser monitorizado de forma a indicar-nos quando é que nos devemos preocupar com a dívida e com o que fazer a propósito da mesma?

Não se trata de meras perguntas académicas destinadas a economistas académicos. É necessário que sejam respondidas por investidores, decisores políticos, assim como pela maior parte das pessoas, porque as respostas vão ter enormes repercussões sobre todo o nosso bem-estar e o que devemos fazer. No entanto, não há atualmente respostas definitivas.

De momento, algumas pessoas acreditam que não há limite para a dívida do governo e o crescimento da mesma, em especial, se um país tiver uma moeda de reserva. Isto porque acreditam

que o banco central do país de uma moeda de reserva, que tem o seu dinheiro amplamente aceite em todo o mundo, pode sempre imprimir dinheiro para honrar as suas dívidas. Outros acreditam que os elevados níveis de endividamento e o rápido crescimento da dívida são precursores de uma grande crise da dívida iminente, mas não sabem exatamente como e quando a crise chegará – ou que impacto terá.

E o que podemos dizer sobre o grande ciclo da dívida de longo prazo? Enquanto o “ciclo dos negócios” é amplamente identificado e algumas pessoas reconhecem que é conduzido por um ciclo da dívida de curto prazo, o mesmo não se verifica no caso do grande ciclo da dívida de longo prazo. Ninguém o identifica ou fala sobre ele. Não consegui encontrar bons estudos ou descrições do mesmo em manuais. Nem sequer os maiores economistas do mundo – incluindo os que atualmente gerem, ou geriram no passado, bancos centrais e tesouros do Governo – tiveram muito a dizer sobre este assunto extremamente importante, quando o desenvolvi com eles. Foi por este motivo que fiz este estudo e estou a transmiti-lo.

Antes de passar ao desenvolvimento deste assunto, é melhor começar por explicar o meu ponto de partida. Não estou a abordar este assunto como economista. A minha abordagem é na qualidade de macroinvestidor que, ao longo de mais de 50 anos, tem vivenciado muitos ciclos da dívida em muitos países e tem tido de lidar e compreendê-los suficientemente bem para prever o seu decurso. Estudei em pormenor todos os Grandes Ciclos da Dívida, ao longo dos últimos 100 anos, tendo estudado de modo superficial muitos mais desde os últimos 500 anos, pelo que estou convicto de que sei como lidar com eles. Como estou profundamente preocupado com o que estou a constatar, penso ser da minha responsabilidade transmitir este estudo a outros para fazerem a sua própria avaliação.

Para conseguir compreender, analiso vários casos como um médico estuda múltiplos casos, examinando a mecânica subjacente aos mesmos, de modo a compreender as relações de causa-efeito que conduzem o seu progresso. A minha aprendizagem também é o resultado da minha participação nestas experiências, em que reflito sobre o que aprendo e o escrevo, e de ter pessoas inteligentes a lerem-no e a desafiarem-no. A seguir, construo

sistemas para prever com base no que aprendi e ter novas experiências. Faço-o uma e outra vez e vou continuar a fazê-lo até morrer porque adoro. Como to meu jogo tem sido apostar nos mercados e como os mercados da dívida conduzem praticamente tudo, há décadas que a minha obsessão tem sido o estudo da dinâmica da dívida. Acredito que, se o leitor compreender esta dinâmica, pode ser muito bem-sucedido como investidor, empresário ou decisor político e, caso não a compreenda, em última análise, será prejudicado por ela.

No decurso da minha pesquisa, descobri que há grandes ciclos da dívida de longo prazo que levaram infalivelmente a grandes bolhas de expansão e recessão. Constatei que se mantêm à volta de uns meros 20% dos cerca de 750 mercados de dívida/câmbio existentes desde 1700 e que os restantes foram fortemente desvalorizados por ação do processo mecanicista que vou descrever neste estudo. Vi como este grande ciclo da dívida de longo prazo foi descrito no Velho Testamento, como se desenrolou repetidamente nas dinastias chinesas, ao longo de milhares de anos, e como prenunciou, uma e outra vez, a queda de impérios, países e províncias.

Estes Grandes Ciclos da Dívida funcionaram sempre de forma intemporal e universalmente consistente que não é bem compreendida, mas devia ser. Neste estudo, a minha expectativa é explicar o funcionamento destes ciclos com uma tal clareza que a minha descrição servirá de modelo a usar para validar o que se passa, e o que é provável que se venha a passar, com o dinheiro e a dívida. Embora reconheça que o meu modelo do Grande Ciclo da Dívida não é convencional, estou convicto de que existe porque fiz uma grande quantidade de dinheiro aplicando-o para apostar como as coisas se iriam desenrolar. Estou a partilhá-lo, além de outros conceitos-chave que me ajudaram, porque estou numa fase da minha vida em que quero partilhar o que aprendi ter valor, na expectativa de também vir a ajudar outros. Pode fazer o que quiser com ele.

Qual é a razão pela qual penso compreender algo que outros não conseguem? Tenho uma teoria de que isto se deve a alguns motivos. Primeiro, esta dinâmica não é amplamente compreendida porque os grandes ciclos da dívida de longo prazo costumam durar aproximadamente uma vida – à volta de 80 anos, com mais ou menos 25 anos – por isso, não chegamos a aprender sobre eles

por experiência própria. Em segundo lugar, como nos focamos tanto no que está a acontecer-nos no momento da ocorrência, ignoramos o panorama geral. Também acho que há preconceitos que impedem a preocupação com a dívida excessiva, dado a maioria das pessoas gostar da capacidade de gastar dinheiro que o crédito lhes concede. Também é verdade que houve muitos avisos sobre crises de dívida pendente que nunca aconteceram. As memórias de grandes crises da dívida, como a crise financeira global de 2008 e a crise da dívida europeia dos países PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha)⁵ desvaneceram-se e, uma vez ultrapassadas, muitas pessoas partiram do princípio que os decisores políticos aprenderam a geri-las em vez de interpretarem estes casos como avisos antecipados de maiores crises iminentes. Mas, seja qual for a razão, não importa saber o motivo exato pelo qual esta dinâmica é ignorada. Vou descrever um cenário do que acontece e porquê, e se houver interesse suficiente pelo que estou a dizer, o meu modelo será avaliado, viverá ou morrerá pelo seu mérito.

Isto conduz-me a um princípio:

● ***Se não concordarmos a respeito do funcionamento das coisas, não seremos capazes de concordar a respeito do que está a acontecer ou que é provável que aconteça. Por este motivo, tive de descrever o meu cenário de funcionamento da máquina e de fazer a respetiva triangulação com outras pessoas conhecedoras, antes de passarmos à análise do que está a acontecer e do que poderá vir a acontecer.***

Chegados a uma altura de grande dívida pública, inclusive de rápido crescimento, parece-me perigosamente negligente assumir que esta vez será diferente das outras vezes sem antes analisar a ocorrência de outros casos. Seria como partir do princípio de que nunca mais passaremos por uma guerra civil ou mundial porque não aconteceram antes, ao longo da nossa vida, sem estudar a mecânica que as originou no passado. (A propósito, acredito que tanto a dinâmica da guerra civil como a dinâmica da guerra mundial também estão a acontecer na atualidade.) À semelhança dos meus outros livros,⁶ vou criar uma descrição da dinâmica

⁵ N.T.: Mantém-se a abreviatura inglesa “PIIGS” em português, em que o “S” diz respeito a “Spain” ou Espanha.

⁶ Enquanto os ciclos da dívida e da moeda são abordados de forma exaustiva no meu livro *Principles for Navigating Big Debt Crises* (que analisou todas as

arquetípica e, em seguida, analisar como e porquê casos diferentes ocorreram de maneira diferente para possibilitar o acompanhamento de casos atuais em relação ao modelo e a contextualização do que está a acontecer e que é provável que aconteça. Assim, ao mesmo tempo que o leitor assiste à ocorrência de muitos casos destes, está a dar uma espreitadela ao futuro. Comparando o que está a acontecer com esse modelo leva-me a acreditar que nos encaminhamos para um daqueles casos em que governos centrais e bancos centrais “irão à falência”, da mesma maneira que aconteceu há centenas de anos atrás, com importantes consequências políticas e geopolíticas.

Eis-me assim chegado a um ponto importante. **O Grande Ciclo da Dívida é apenas uma de várias forças interrelacionadas que, em conjunto, formam o que designo por “Grande Ciclo Global” (ou apenas “Grande Ciclo”).** Por exemplo, 1) Os Grandes Ciclos da Dívida influenciam e são afetados por, em grande medida coincidentes, 2) grandes ciclos de harmonia e conflito político e social, a nível interno dos países, que tanto são afetados como afetam 3) grandes ciclos de harmonia e conflito geopolítico entre países. Estes ciclos, por sua vez, são afetados por 4) grandes atos da natureza (seca, inundações, pandemias, etc.) e 5) desenvolvimento de novas tecnologias relevantes. A combinação destas forças forma o Grande Ciclo Global de paz e prosperidade e também de conflito e depressão, à medida que se avança de uma “ordem” para a seguinte.

A que me refiro quando falo em “ordem”? As ordens são formas de operação que mudam quando os sistemas entram em colapso. Há ordens monetárias que determinam o funcionamento do sistema monetário, ordens políticas que determinam o funcionamento da governança a nível interno dos países e há ordens geopolíticas que determinam o funcionamento da governança entre países. Os Grandes Ciclos passam de uma ordem (ou

48 maiores crises da dívida, ao longo dos 100 anos entre 1918 e 2018, ano da publicação deste livro) e nos Capítulos 3 e 4 do meu livro *Princípios para Lidar com a Nova Ordem Mundial* (que analisou os momentos de ascensão e declínio dos mercados mundiais da moeda de reserva, no decurso dos últimos 500 anos, e 750 moedas desde o ano de 1700), no presente estudo, vou entrar em muitos mais detalhes ao explicar a última e mais dramática parte da quebra do ciclo que origina mudanças nas ordens monetárias.

seja, um sistema de operação) para a seguinte. Os Grandes Ciclos terminam quando há um colapso destas ordens, normalmente, numa grande crise.

Conforme descrevi no meu livro *Princípios para Lidar com a Nova Ordem Mundial*, estes colapsos dos Grandes Ciclos e as grandes mudanças nas ordens, normalmente, acontecem à volta de uma vez na vida e são traumáticos. As mudanças de um sistema monetário para o seguinte, de um sistema de governança a nível interno de um país para o seguinte e de um sistema de governança entre países para o seguinte costuma demorar o mesmo tempo porque exercem grande impacto uns nos outros.

Estas mudanças de um conjunto de ordens para outro têm ocorrido sempre praticamente da mesma maneira e pelos mesmos motivos, mas não há uma boa compreensão das mesmas porque acontecem muito raramente. No entanto, ocorrem de maneiras altamente mecanicistas, pelo que é possível medi-las e monitorizá-las. Forneço uma descrição geral das forças que conduzem o Grande Ciclo, no Capítulo 8, e explico o que poderão significar no futuro, no Capítulo 19, que é o capítulo final. Acredito que logo na primeira leitura, essas forças serão óbvias para si e vão ajudá-lo a compreender o nosso posicionamento no Grande Ciclo e as probabilidades futuras. Espero que este livro contribua, no mínimo, para melhor compreender o modelo do Grande Ciclo, de modo a poder aplicá-lo ao entendimento dos aparentemente improváveis acontecimentos da atualidade. Embora estes acontecimentos parecessem inimagináveis há uns meros anos atrás, fazem todo o sentido assim que o leitor compreende o Grande Ciclo e a mecânica das cinco forças que o impulsionam.

Este estudo consiste em quatro partes e 19 capítulos. A Parte I descreve o Grande Ciclo da Dívida, inicialmente de uma forma muito simples, depois de forma mais completa e mecânica para, a seguir, incluir algumas equações que demonstram a mecânica e ajudam a prever as probabilidades futuras. A Parte II delineia um modelo detalhado, derivado de 35 casos do Grande Ciclo da Dívida, dando conta da típica sequência de eventos que aponta para o significado da ocorrência de um ciclo e indica sintomas que podem ajudar a identificar o progresso do ciclo. Também inclui um capítulo que explora o funcionamento do Grande Ciclo Global. A Parte III consiste numa revisão do mais recente Grande Ciclo da

INTRODUÇÃO

Dívida, iniciado aquando do começo da nova ordem monetária e mundial, no final da Segunda Grande Guerra Mundial, e a decorrer até ao momento presente. Nesta parte, além de analisarmos o Grande Ciclo da Dívida e o Grande Ciclo Global com enfoque nos EUA (porque tem sido o país da maior moeda de reserva do mundo e a maior potência mundial, tornando-se assim o maior modelador mundial do que se poderá designar por ordem mundial americana, desde 1945), também descrevo muito brevemente os Grandes Ciclos da China e do Japão, reportando-me ao tempo que medeia os anos de 1800 e a atualidade. Esta descrição dar-lhe-á uma ideia mais completa do que aconteceu no mundo a partir de 1945 e irá apresentar-lhe dois outros casos do Grande Ciclo da Dívida para analisar. Finalmente, na Parte IV, vou dar uma espreitadela ao futuro, olhando para o que os meus cálculos indicam sobre o que é necessário para os EUA gerirem o seu encargo da dívida e como as cinco grandes forças poderão evoluir no decurso dos próximos anos.

PARTE I

**SÍNTESE
DO GRANDE
CICLO DA
DÍVIDA**

A Parte I fornece uma descrição minuciosa do Grande Ciclo da Dívida, que ocorreu várias vezes ao longo da História, mas que não é amplamente identificado porque grandes mudanças ocorrem muito raramente, apenas cerca de uma vez na vida. O propósito desta parte é descrever como é que a mecânica natural do dinheiro, do crédito, da dívida e da atividade económica, combinadas com a natureza humana, se conjugam ao longo do tempo para criar o Grande Ciclo da Dívida. Nela explico as fases de como o Grande Ciclo da Dívida progride e o que acontece quando ele se desenrola. No primeiro capítulo, forneço uma síntese do desenrolar do ciclo e, nos dois capítulos seguintes, aprofundo-a com mais detalhes, ao explicar a mecânica que impulsiona o ciclo da dívida, tanto em palavras e conceitos como em números e equações. Estes capítulos fornecem muito conteúdo para o leitor em geral e o investidor, pelo que encorajo o leitor a ler apenas o texto a negrito ou então a explorar os detalhes, conforme o mais adequado ao seu caso.

CAPÍTULO 1

O GRANDE CICLO DA DÍVIDA NUM BREVE RESUMO

O meu objetivo neste capítulo é fornecer uma descrição muito breve, mas completa, da mecânica de um Grande Ciclo da Dívida típico. Se apenas quiser ler um capítulo para compreender o funcionamento da dívida, está no capítulo certo.

O FUNCIONAMENTO DA MÁQUINA



crédito é o veículo de financiamento primordial da despesa e pode ser criado com facilidade. Como a despesa de uma pessoa equivale ao ganho de outra, quando há muita criação de crédito, as pessoas gastam e ganham mais, há uma subida da maior parte dos preços dos bens e praticamente toda a gente fica satisfeita. Em resultado disso, governos centrais e bancos centrais têm a tendência de criar muito crédito. O crédito também cria dívida que tem de ser liquidada, gerando o efeito contrário – ou seja, quando as dívidas têm de ser liquidadas, cria-se menos despesa, os rendimentos são mais baixos tal como os preços dos bens, uma situação que não agrada a ninguém. Dito por outras palavras, quando alguém (um mutuário/devedor) contrai um empréstimo (designado por capital) por um preço (uma taxa de juro), o mutuário/devedor pode

gastar mais dinheiro do que ganha e tem em poupanças a curto prazo. No entanto, a longo prazo, obriga-o a reembolsar o capital acrescido de juros e, quando tem de o liquidar, obriga-o a gastar menos dinheiro do que tem. Nesta dinâmica reside o motivo pelo qual ● a dinâmica de crédito/despesa/liquidação da dívida é inerentemente cíclica.

O CICLO DA DÍVIDA DE CURTO PRAZO

Toda a gente que por cá anda há tempo suficiente para ser afetada por este ciclo várias vezes deve estar bem familiarizada com o ciclo da dívida de curto prazo. Começa com a pronta disponibilização de dinheiro e crédito quando a atividade económica e a inflação estão abaixo do desejado, quando as taxas de juro estão baixas em comparação com as taxas de inflação e com as taxas de rendimento de outros investimentos. Estas condições incentivam o recurso ao crédito para gastar e investir, originando o aumento dos preços de bens, da atividade económica e da inflação até estes serem mais elevados do que o desejado. Nessa altura, assiste-se à restrição de dinheiro e crédito, as taxas de juro tornam-se relativamente elevadas em comparação com as taxas de inflação e as taxas de rendimento de outros investimentos. Esta situação leva à menor contração de empréstimos para gastar e investir, provocando a redução dos preços de bens, abrandamento da atividade económica e menor inflação, o que por sua vez origina a descida das taxas de juro, maior facilitação de dinheiro e crédito e o recomeço do ciclo. Estes ciclos, normalmente, duram à volta de seis anos, com mais ou menos três anos de diferença.

OS CICLOS DA DÍVIDA DE CURTO PRAZO CONVERTEM-SE EM GRANDES CICLOS DA DÍVIDA DE LONGO PRAZO

A forma como estes ciclos da dívida de curto prazo se convertem em grandes ciclos da dívida de longo prazo não tem sido alvo de atenção suficiente. Como o crédito é um estimulante que gera euforia, as pessoas querem mais do mesmo, por isso, a tendência é criá-lo. A consequência é o crescimento da dívida ao longo do

tempo, normalmente, fazendo com que a maioria dos altos e baixos cíclicos de curto prazo da dívida seja superior à dos anteriores. Estes fatores contribuem para a criação do ciclo da dívida de longo prazo e término do mesmo quando se torna insustentável. A capacidade para contrair mais dívida é diferente no início do Grande Ciclo da Dívida, altura em que os encargos da dívida são inferiores e há maior potencial para o débito/crédito poder financiar projetos altamente lucrativos do que mais tarde, durante o Grande Ciclo da Dívida, altura de encargos da dívida mais elevados e financiadores com menos opções produtivas.

Nessa fase inicial, é fácil contrair um empréstimo – inclusive pedir uma grande quantidade de dinheiro emprestado – e pagar a dívida. Estes ciclos iniciais da dívida de curto prazo são sobretudo conduzidos pela anteriormente descrita disponibilidade e economia de empréstimo e despesa, assim como por uma prudência persistente originada pelas memórias de sofrimento do tempo mais recente, em que o dinheiro era escasso.⁷ No início do Grande Ciclo da Dívida, quando as dívidas e o serviço da dívida total são relativamente baixos em comparação com rendimentos e outros bens, os aumentos e as diminuições de crédito, despesa, dívida e serviço da dívida são sobretudo determinados pelos incentivos anteriormente descritos com menos risco. Mas, no final do Grande Ciclo da Dívida, quando as dívidas e os custos do serviço da dívida passam a ser elevados em comparação com o rendimento e o valor de outros bens que podem ser usados para cumprir as obrigações do serviço da dívida de alguém, os riscos de incumprimento são maiores. Da mesma maneira, no final do Grande Ciclo da Dívida, quando há uma grande quantidade de ativos e passivos da dívida em comparação com o rendimento, a ação de equilíbrio de tentar manter as taxas de juro suficientemente altas para satisfazer os mutuantes/credores sem serem demasiado elevadas para os mutuários/devedores torna-se mais desafiadora. Isto porque as dívidas de uma pessoa são os ativos de outra e ambas devem estar satisfeitas. **Assim, enquanto os ciclos da dívida de curto prazo terminam devido às considerações económicas**

⁷ Esta prudência reflete-se nos preços de mercado. Por exemplo, durante as fases iniciais do ciclo, os rendimentos e as remunerações esperadas dos “ativos de risco” são muito elevados em comparação com os dos “ativos de baixo risco”.

anteriormente descritas, os ciclos da dívida de longo prazo terminam devido aos encargos da dívida serem demasiado elevados para se manter. Dito por outras palavras, como é mais agradável pedir dinheiro emprestado e gastá-lo, se não houver cautela, a dívida e o serviço da dívida podem alastrar como um cancro, absorvendo o poder de compra e estagnando qualquer outro tipo de consumo. É isto que o Grande Ciclo da Dívida de longo prazo faz.

Ao longo de milénios e em vários países, o impulsionamento do Grande Ciclo da Dívida e o surgimento dos grandes problemas económicos e de mercado inerentes ao mesmo devem-se à criação de grandes montantes insustentáveis de ativos da dívida e passivos da dívida em comparação com o volume de dinheiro, bens, serviços e ativos de investimento existentes.

Dito de maneira mais simples, ● *uma dívida é uma promessa de entrega de dinheiro. Uma crise da dívida ocorre quando o número de promessas ultrapassa o volume de dinheiro disponível para cumpri-las. Quando isto acontece, o banco central é obrigado a escolher entre a) imprimir muito dinheiro, o que o desvaloriza, e b) não imprimir muito dinheiro e ter uma grande crise de incumprimento da dívida. O banco central acaba sempre por imprimir e desvalorizar. Seja como for – por via do incumprimento ou da desvalorização – a criação de uma dívida demasiado elevada acaba por estar na origem da desvalorização de ativos da dívida (por ex., obrigações).*

Embora a evolução de cada um destes casos se desenrole com variações, o fator mais importante é se a dívida é denominada numa moeda que o banco central pode “imprimir” e se é uma moeda de reserva. No entanto, seja qual for a variação, quase sempre constatamos que se torna relativamente indesejável deter ativos da dívida (por ex., obrigações) se compararmos com a detenção da capacidade produtiva da economia (por ex., títulos) e/ou a posse de outras formas mais estáveis de dinheiro (por ex., ouro).

A meu ver, é interessante e ao mesmo tempo inapropriado o facto de as agências de notação de crédito classificarem o crédito de um governo central sem avaliarem o risco da perda de valor da dívida desse governo. Limitam-se a classificar o risco de incumprimento da dívida, dando a impressão errada de que toda a dívida com notação mais elevada é uma reserva segura de valor.

Dito por outras palavras, como um banco central pode salvar financeiramente um governo central, o risco da dívida pública central é ocultado. Os credores estariam melhor servidos se as agências de notação avaliassem o risco de perda de valor da dívida por incumprimento e desvalorização. Afinal, é suposto estas obrigações serem reservas de riqueza e devem ser classificadas como tal. Como irá constatar neste estudo, esta é a minha perspetiva em relação às obrigações. No caso de países com dívida denominada na própria moeda (ou seja, numa moeda que podem imprimir), classifico a sua dívida pública central à parte da dívida do respetivo banco central para demonstrar o grau de risco de ambas. Classifico ainda o risco da dívida do banco central desses países ao considerar o risco de desvalorização da moeda tão (se não for mais) provável quanto o incumprimento da dívida pública.

Incumprimento ou desvalorização, é-me indiferente. O que me preocupa é perder a minha reserva de riqueza, o que será inevitável de uma forma ou de outra.

ACOMPANHAR A EVOLUÇÃO DO CICLO DA DÍVIDA

A principal diferença entre um ciclo da dívida de curto prazo e um ciclo da dívida de longo prazo reside na capacidade do banco central em revertê-los. Em relação ao ciclo da dívida de curto prazo, a respetiva fase de contração pode ser invertida através de uma dose considerável de dinheiro e crédito que origina a recuperação da economia a partir de um estado desinflacionário em recessão. Isto acontece porque a economia tem a capacidade de produzir uma nova fase de crescimento não inflacionário. No entanto, não é possível inverter a fase de contração do ciclo da dívida de longo prazo ao ser gerado mais dinheiro e crédito porque os níveis existentes de crescimento da dívida e de ativos da dívida são insustentáveis e os titulares de ativos da dívida querem sair deles, dado acreditarem que, de uma forma ou de outra, constituirão fracas reservas de riqueza.

Pense na evolução do Grande Ciclo da Dívida à semelhança da evolução de uma doença ou de um ciclo de vida que passa por fases de diferente sintomatologia. A identificação destes sintomas permite identificar a posição aproximada do ciclo na sua

evolução, com algumas expectativas de como é provável evoluir a partir desse ponto. A descrição mais simples seria dizer que o Grande Ciclo da Dívida começa com crédito e dinheiro estáveis/duros, passando pela perda gradual de dinheiro e crédito, até à falência da dívida que origina o regresso ao crédito e dinheiro estáveis/duros, criados pela necessidade. Mais concretamente, no início, há um endividamento saudável do setor privado, conseguindo este pagar os empréstimos. Posteriormente, contrai um número excessivo de empréstimos, tem prejuízos e dificuldades em pagá-los. É nesta altura que o setor público tenta ajudar, contraindo empréstimos em excesso, tendo também prejuízos e dificuldades em pagar a dívida. Entra então em cena o banco central que tenta ajudar, ao “imprimir dinheiro” e ao comprar a dívida pública, mas passa a ter dificuldades em cumprir o pagamento, o que o leva a monetizar muito mais dívida se tiver capacidade para isso (ou seja, se a dívida for denominada numa moeda que possa imprimir). Embora nem todos os casos evoluam exatamente da mesma maneira, a maioria tem uma evolução que passa pelas cinco fases seguintes.

A Fase de Equilíbrio Monetário

Quando os níveis da dívida líquida são baixos, o dinheiro é estável, o país é competitivo e o crescimento da dívida impulsiona o crescimento da produtividade, gerando rendimentos mais do que suficientes para o pagamento das dívidas. A consequência é o aumento da riqueza financeira e da confiança.

- O crédito é a promessa de entrega de dinheiro. Ao contrário do crédito, que exige o pagamento de dinheiro numa data posterior, o dinheiro liquida transações – ou seja, se o dinheiro for entregue, a transação fica concluída; ao passo que, se for concedido crédito, passa a existir uma dívida de dinheiro. É fácil criar crédito. Qualquer um consegue fazê-lo, mas não é qualquer um que consegue criar dinheiro. Por exemplo, eu sou capaz de criar crédito ao aceitar a sua promessa de me pagar dinheiro, mesmo que você não o tenha. Em resultado disso, o crédito cresce facilmente, havendo

muito mais crédito do que dinheiro. O dinheiro mais eficaz tanto é um meio de troca como uma reserva de riqueza, amplamente aceite em todo o mundo. Na fase inicial do Grande Ciclo da Dívida, o dinheiro é “duro”, o que significa que é um meio de troca e, ao mesmo tempo, uma reserva de riqueza cuja oferta não aumenta facilmente, como é o caso do ouro, da prata e, mais recentemente, da bitcoin. Criptomoedas como a Bitcoin estão a emergir como moedas duras aceites porque têm uma ampla aceitação a nível mundial e uma oferta limitada. O maior risco, e também o mais comum, de o dinheiro se tornar uma reserva ineficaz de riqueza é o risco deste vir a ser criado em grande quantidade. Imagine que tem a capacidade de criar dinheiro; quem não se sentiria tentado a fazer um grande volume do mesmo? Os que têm essa capacidade sentem-se sempre tentados. É assim que se cria o Grande Ciclo da Dívida. No início do Grande Ciclo da Dívida, a) o dinheiro é normalmente duro e o papel-moeda que circula é convertível no “dinheiro duro” mediante um preço fixo; além disso, b) não há muito papel-moeda nem dívida (que é a promessa de pagar dinheiro) não amortizada. O Grande Ciclo da Dívida consiste na acumulação de a) “papel-moeda” e ativos da dívida/passivo relacionados com b) “dinheiro duro” e ativos reais (por ex., bens e serviços) e relacionados com o rendimento necessário para honrar a dívida. Basicamente, o Grande Ciclo da Dívida funciona como um esquema de Ponzi ou jogo das cadeiras com investidores detentores de um montante crescente de ativos da dívida, convictos de que podem convertê-lo em dinheiro que terá poder de compra para a obtenção de coisas concretas. No entanto, à medida que o montante de ativos da dívida, detidos com base nessa convicção, aumenta no que se refere às coisas concretas, essa conversão torna-se obviamente mais impossível, até este facto ser percebido e começar o processo de venda da dívida para obtenção de dinheiro duro e de ativos reais.

- Na fase inicial do ciclo da dívida, a dívida privada e a dívida pública, tal como os rácios de serviço da dívida, são 1) baixas em comparação com os rendimentos e/ou 2) baixas em comparação com os ativos líquidos. Por exemplo, a dívida pública e o serviço da dívida são baixos em comparação com a receita fiscal do Estado e/ou baixos em comparação com os ativos líquidos do Estado (por ex., reservas e outras poupanças como os ativos de riqueza soberana) que podem ser facilmente convertidos em dinheiro. Quando o Grande Ciclo da Dívida em que estamos começou, em 1945, os rácios da dívida pública dos EUA e a oferta de dinheiro americano dividido pelo volume de ouro detido pelo governo dos EUA eram equivalentes, respetivamente, a 7x e a 1,3x, ao passo que atualmente estes rácios equivalem, respetivamente, a 37x e a 6x.
- Durante esta fase inicial do ciclo, os níveis da dívida, o crescimento da dívida, o crescimento económico e a inflação não são demasiado elevados nem demasiado baixos, pelo que as finanças estão equilibradas.
- Nesta fase do ciclo, os “ativos de risco” são relativamente baratos em comparação com os ativos “seguros”. Isto porque as memórias do período anterior, no qual houve um grande prejuízo, afetam a psicologia e os preços. Por exemplo, em finais da década de 1940 e inícios dos anos de 1950, a rentabilidade dos lucros das ações era cerca de 4x a rentabilidade das obrigações.
- Durante esta fase, assiste-se a uma economia saudável e a bons retornos do investimento que conduzem à fase seguinte.

A Fase da Bolha de Dívida

Quando o crescimento da dívida e do investimento são superiores ao respetivo serviço dos rendimentos produzidos.

- Nesta fase, o dinheiro está prontamente disponível e é barato, existindo uma expansão económica financiada pela dívida e um boom económico. A subida da procura

e dos preços de bens, serviços e ativos de investimento é impulsionada por uma enorme compra financiada pela dívida, por um sentimento muito *bullish* (otimista) e pela maioria das medidas convencionais; o mercado é sobrevalorizado.

- Nesta fase, normalmente, assiste-se a novas invenções surpreendentes, verdadeiramente transformadoras, que são alvo do investimento de investidores sem capacidade ou cuidado para aferirem se o valor corrente dos seus futuros fluxos de caixa será maior ou menor do que os respetivos custos.
- ***Há sempre um meme atual mais popular no qual quase toda a gente acredita. Reflete-se no preço e vai acabar por estar de alguma maneira errado. Estes memes costumam ficar a dever-se a uma mistura de extrapolações com eventos anteriores e considerações emocionais. Além disso, a maior parte dos investidores não costuma levar em conta os preços de mercado. Por outras palavras, tendem a identificar um bom investimento corrente (por ex. uma empresa com forte desempenho) como ótimo, mas não prestam atenção suficiente ao seu preço, embora este (quer seja barato ou caro) seja o mais importante. Nesta altura, normalmente, quase toda a gente tenta ganhar dinheiro a comprar ativos, convicta de que vão subir (em vez de apostar na sua descida) e recorre com frequência à alavancagem.***
- Esta dinâmica acaba por criar uma bolha que se reflete nas taxas da dívida e no crescimento do serviço da dívida para financiar a especulação, ultrapassando as taxas de crescimento do rendimento, necessárias para honrar as dívidas. Nesta fase, mercados e economias parecem florescer, a maioria das pessoas acredita que estes vão melhorar, recebe financiamento através de um grande endividamento, e a “riqueza” é criada do nada. Ao falar em riqueza criada do nada, quero com isto dizer que há muito mais riqueza imaginada do que riqueza concreta existente. Por exemplo, os períodos de bolha podem ser identificados por períodos extensos de crescimento da dívida (por ex., três anos), sendo este consideravelmente

mais rápido do que o crescimento do rendimento, preços elevados dos bens, em comparação com medidas tradicionais dos valores atuais de prováveis fluxos de caixa no futuro e muitos outros fatores que meço no meu indicador de bolha. (Pode consultar um artigo com a descrição do indicador em economicprinciples.org e na aplicação *Principles In Action*.) Um exemplo contemporâneo é a empresa unicórnio, avaliada em mais de mil milhões de dólares, cujo proprietário passou a “bilionário” no papel, mas que apenas angariou \$50 milhões em capital. Isto porque investidores de capital de risco especulativo aplicam o dinheiro como se comprassem fichas de casino, na esperança de que corra bem. As bolhas podem continuar durante algum tempo até se chegar o topo, mas é inevitável que conduzam à fase seguinte.

- Chega então uma altura em que a espiral da dívida atinge e ultrapassa o ponto de não retorno, querendo com isto dizer que os níveis da dívida e do serviço da dívida ultrapassam os passíveis de ser impedida a sua aceleração sem grandes perdas para os investidores da dívida. Esta “espiral de morte” da dívida autossustentada ocorre quando há necessidade de contrair um empréstimo para honrar a dívida, numa altura de subida das taxas de juro porque os riscos de detenção da dívida/moeda tornaram-se evidentes para os investidores, originando uma crise da dívida.

A Fase do Topo

Quando a bolha rebenta e há uma contração económica da dívida/do débito/crédito/mercado.

- Normalmente, a bolha rebenta devido à combinação de restrição monetária e da anterior taxa de crescimento da dívida insustentável. É tão simples quanto isto.
- Quando a bolha rebenta, começa uma contração autossustentada, fazendo com que os problemas da dívida alastrem muito rapidamente, à semelhança de um cancro

agressivo. É, por isso, muito importante que os decisores políticos sejam céleres na sua abordagem, quer para a inverterem, quer para orientarem a desalavancagem até à sua conclusão. Na maior parte dos casos, a contração da dívida pode ser temporariamente invertida ao dar ao sistema uma grande dose daquilo que originou o problema da dívida; ou seja, ao criar mais crédito e dívida. Assim continua até já não poder continuar, altura em que ocorre uma grande desalavancagem.

A Fase da Desalavancagem

Quando há uma redução radical dos níveis da dívida e do serviço da dívida para os alinhar com os níveis de rendimento, de modo a tornar os níveis da dívida sustentáveis.

- No início da última fase do Grande Ciclo da Dívida, altura em que há uma grande crise da dívida, os problemas de endividamento costumam alastrar desde o setor privado, passando pelo governo central, até ao banco central. ● **A venda líquida de ativos da dívida, em especial, a venda líquida de ativos da dívida pública, é um importante sinal de alerta.** Quando isso acontece, as condições deterioram-se rapidamente, exceto se forem muito bem geridas e com muita rapidez por governos e bancos centrais. Nessa altura, os titulares privados da dívida vendem a dívida com receio de maus retornos. É uma venda que assume a forma de “corridas aos bancos”. Ao falar em “corridas aos bancos” refiro-me à entrega de ativos da dívida para obtenção de dinheiro vivo, este insuficiente por parte de entidades de crédito/bancos. Quando os problemas da dívida se tornam evidentes e os titulares vendem os seus ativos da dívida, no início, a consequência é a subida das taxas de juro aplicáveis à dívida. Isto faz com que seja mais difícil honrar a dívida, daí decorre o aumento do risco, o que faz subir as taxas de juro. Chegados a este ponto, é habitual o banco central fornecer dinheiro e crédito para dar resposta à procura inadequada, reduzindo

o valor do dinheiro e do crédito e assim o risco de crédito.

- A venda da dívida pública origina a) uma restrição monetária e de crédito impulsionada pelo mercado livre, o que origina b) o enfraquecimento da economia, c) pressão descendente sobre a moeda e d) diminuição das reservas à medida que o banco central tenta defender a moeda. Classicamente, estas corridas aceleram e impulsionam-se a si mesmas quando os titulares de ativos da dívida percebem que, de uma forma ou de outra (devido a incumprimento ou desvalorização do seu dinheiro), vão perder o poder de compra que acreditavam estar garantido nestes ativos da dívida, provocando grandes mudanças nos valores de mercado e na riqueza, até se dar o incumprimento das dívidas, estas serem reestruturadas e/ou monetizadas. Como esta restrição se revela demasiado prejudicial à economia, o banco central acaba por facilitar o acesso ao crédito e, em simultâneo, permitir a desvalorização da moeda. A desvalorização do dinheiro pode por si própria constituir motivo para a venda do ativo da dívida porque este torna-se uma fraca reserva de riqueza. Assim, quer haja uma restrição monetária que conduza a incumprimentos da dívida e a uma má economia, quer se facilite o acesso ao dinheiro, que produz a sua desvalorização e dos ativos da dívida, a situação não favorece o ativo da dívida. Esta dinâmica cria o que se designa por “espiral de morte” da dívida porque é uma dinâmica de contração da dívida autossustentada, em que a subida das taxas de juro origina problemas dos quais os credores se apercebem, levando-os a vender os ativos da dívida, o que por sua vez produz taxas de juro ainda mais elevadas ou a necessidade de imprimir mais dinheiro, o que o desvaloriza e faz aumentar mais as vendas dos ativos da dívida e da moeda, e assim sucessivamente, até a espiral chegar ao fim do seu percurso. Quando isto acontece à dívida pública, a tomada de consciência de que o problema reside no excesso de endividamento leva naturalmente à tendência de reduzir a despesa e

os empréstimos. No entanto, como a despesa de uma pessoa é o rendimento de outra, a redução da despesa nestas alturas apenas costuma contribuir para o aumento das taxas de endividamento. Isto é habitual quando as políticas mudam para um misto de reestruturações da dívida e de monetizações da dívida, dependendo a mistura escolhida sobretudo do montante da dívida que é denominado na moeda do país. Este incumprimento, esta reestruturação e/ou monetização da dívida, reduz os encargos da dívida em comparação com os rendimentos, até se atingir um novo equilíbrio. A passagem para um equilíbrio estável costuma dar-se através de alguns ajustes difíceis, uma vez que se atinge primeiro a solidez financeira limitada e só depois a solidez financeira segura.

- Classicamente, o processo de desalavancagem desenrola-se como se segue. No início desta fase de recessão/depressão, os bancos centrais reduzem as taxas de juro e tornam o crédito mais acessível. No entanto, quando a) as dívidas são elevadas e se assiste a uma contração da dívida, b) já não é possível baixar mais as taxas de juro (por ex., quando há uma queda para cerca de 0%), c) não há procura suficiente para a dívida pública e d) a flexibilização quantitativa é insuficiente para compensar as pressões autossustentadas da depressão económica, o banco central é obrigado a recorrer a novas “ferramentas” para estimular a economia. Habitualmente, para estimular a economia, o banco central tem de baixar as taxas de juro para valores inferiores às taxas nominais de crescimento económico, às taxas de inflação e às taxas de obrigações, mas é tarefa difícil quando se aproximam de 0%. Em simultâneo, o governo central costuma endividar-se muito mais porque as receitas fiscais são reduzidas e a despesa é elevada para suportar o setor privado. A procura do setor privado pela compra dessa dívida continua a ser insuficiente. O governo central passa por uma crise de endividamento, em que a procura do mercado livre pela sua dívida fica aquém da respetiva oferta. Se houver uma venda líquida da dívida, temos um problema muito mais grave.

- Muitas vezes, nesta fase de desalavancagem do ciclo, há o “empurrar um cordel”, expressão cunhada pelos decisores políticos na década de 1930. Ocorre no final do ciclo da dívida de longo prazo, quando os bancos centrais se esforçam por converter as suas políticas de incentivo em aumento da despesa porque os aforradores, investidores e as empresas receiam pedir dinheiro emprestado e gastá-lo e/ou há uma deflação, pelo que a taxa de juro sem risco que estão a obter é relativamente atrativa para eles. Em períodos como este, é difícil fazer com que as pessoas deixem de poupar em “dinheiro líquido”⁸, mesmo quando as taxas de juro atingem 0% (ou até abaixo de 0%). Esta fase caracteriza-se pela entrada da economia num período de crescimento deflacionário, fraco ou negativo, na medida em que as pessoas em geral e os investidores acumulam dinheiro líquido de baixo risco, normalmente garantido pelo governo.
- Nesta fase, os bancos centrais são obrigados a escolher entre duas opções: manter o dinheiro “duro”, o que levará os devedores a não cumprir as suas dívidas, originando depressões deflacionárias, ou tornar o dinheiro “mole” através da impressão de elevados montantes, o que irá desvalorizar o dinheiro e a dívida. Como o pagamento da dívida com dinheiro duro causa graves recessões económicas e de mercado, quando confrontados com esta escolha, os bancos centrais acabam sempre por optar pela impressão e desvalorização do dinheiro. Claro que o banco central de cada país apenas pode imprimir dinheiro do seu país, o que me leva ao meu próximo ponto importante.
- Nesta fase, se tiver a capacidade de “imprimir dinheiro”, o banco central cria um montante substancial de dinheiro e crédito e lança-o de forma agressiva nos mercados. Normalmente, compra dívida pública e dívida do setor privado de entidades sistemicamente importantes que corram o risco de incumprimento (para compensar

⁸ O dinheiro líquido consiste nas participações dos investidores em dinheiro que rende juros.

a procura inadequada de dívida do setor privado e para manter as taxas de juro artificialmente baixas) e, às vezes, compra títulos de participação e cria incentivos para as pessoas comprarem bens, serviços e ativos financeiros. Nesta fase, também costuma ser desejável desvalorizar a moeda porque estimula a economia e faz subir as taxas de inflação, negando as pressões deflacionárias. Se a moeda estiver vinculada a ouro, prata ou qualquer outra coisa, normalmente, esse vínculo é quebrado e dá-se a mudança para um sistema monetário fiduciário. Se a moeda não estiver vinculada, ou seja, se a moeda já for uma moeda fiduciária, é útil desvalorizá-la relativamente a outras reservas de riqueza e outras moedas. Em alguns casos, as medidas do banco central podem fazer subir as taxas de juro nominais, quer seja devido às restrições da política monetária do banco central para combater a inflação, quer devido à ausência de restrições de dinheiro para combater a inflação e os detentores da dívida não querem comprar a dívida pública recém-emitida e/ou querem vendê-la por não ter uma rentabilidade adequada. É importante estar atento às taxas de juro efetivas e nominais e à oferta e procura da dívida para compreender o que está a acontecer.

- Nestas alturas, políticas extraordinárias para obtenção de dinheiro, tais como a imposição de impostos extraordinários e medidas de controlo do capital tornam-se comuns. Muitas vezes, os governos também adotam políticas que antes teriam parecido inimagináveis, como o congelamento ou a apreensão seletiva de bens de países “inimigos” ou a criação de novas formas de dinheiro. Repare que não estou a dizer que estas medidas extraordinárias estão sempre a acontecer; só estou a dizer que é sensato considerar com cautela a possibilidade de virem a ocorrer.
- Esta fase de desalavancagem costuma ser um tempo difícil, uma altura em que os encargos da dívida são reduzidos pelos incumprimentos, reestruturações e/ou desvalorizações. Nesta altura é inevitável uma mistura agressiva de reestruturações da dívida e de monetizações

da mesma com vista à redução dos encargos da dívida e do serviço da dívida em relação aos rendimentos. Numa desalavancagem típica, a taxa de endividamento tem de baixar à volta de 50%, com mais ou menos 20% de diferença. Isto pode ser bem feito ou mal feito. Quando é bem feito, ao que eu chamo uma “bonita desalavancagem”, os governos centrais e os bancos centrais fazem, em simultâneo, reestruturações da dívida e implementam incentivos monetários de forma equilibrada. As reestruturações reduzem os encargos da dívida e são deflacionárias, ao passo que os incentivos monetários também reduzem os encargos da dívida (através do fornecimento de dinheiro e crédito para facilitar a compra de dívida), mas são inflacionários e estimulam a economia, pelo que se o equilíbrio for bem conseguido, dá-se um crescimento positivo com encargos da dívida decrescentes e uma inflação aceitável. Quer seja bem ou mal feito, esta é a fase do Grande Ciclo da Dívida que reduz uma grande parte do encargo da dívida e estabelece a base de construção para iniciar o próximo Grande Ciclo da Dívida.

A Grande Crise Da Dívida Atenua-se

Quando se atinge um novo equilíbrio e um novo ciclo começa.

- **Para haver um sistema de débito/crédito/monetário viável, é imperativo que a) a dívida/o dinheiro seja suficientemente estável para constituir uma reserva viável de riqueza, b) os encargos da dívida e do serviço da dívida estejam alinhados com os rendimentos para serem honrados, de modo a que o crescimento da dívida ser sustentável, c) os credores e devedores acreditem que essas coisas serão assim, e que d) a disponibilidade de dinheiro, crédito e taxas de juro reais comecem a alinhar-se tanto com as necessidades de mutuantes/credores como com as dos mutuários/devedores. Há um rumo que tende para a ocorrência de tudo isto na fase final do Grande Ciclo da Dívida.**

Requer ajustes psicológicos e de fundamentos. Após uma grande desalavancagem, costuma ser difícil convencer mutuantes/credores a emprestar porque as desvalorizações/reestruturações pelas quais passaram na desalavancagem torna-os avessos ao risco, pelo que é imprescindível que o governo central e o banco central tomem medidas para restaurar a credibilidade. Estas geralmente envolvem colocar as finanças em ordem através de a) o governo central ganhar mais dinheiro do que gasta e/ou b) o banco central voltar a dificultar a aquisição de dinheiro, oferecendo taxas de rentabilidade reais elevadas, aumentando as reservas e/ou vinculando a moeda a algo sólido como o ouro ou uma moeda dura. Nesta fase, é habitual as taxas de juro terem de ser relativamente altas em comparação com as taxas de inflação e mais do que suficientemente elevadas para compensar o enfraquecimento da moeda, pelo que compensa ser credor e é dispendioso ser devedor. Esta fase do ciclo pode ser muito atrativa para os mutuantes/credores.

A fase em que o Grande Ciclo da Dívida se encontra também se reflete nos tipos de políticas monetárias aplicadas. À medida que o Grande Ciclo da Dívida se desenrola, os bancos centrais têm de mudar a sua gestão da política monetária para manterem a expansão de dívida/crédito/economia. Por isso, ao observarmos o tipo de política monetária que estão a aplicar, pode-se supor em que fase se encontra o Grande Ciclo da Dívida. **As fases na política monetária e as condições que conduzem às mesmas são as seguintes:**⁹

⁹ Esta explicação das fases difere ligeiramente da minha descrição das mesmas em textos anteriores, residindo a principal diferença na designação que acrescei relativamente aos sistemas monetários vinculados (ou seja, dinheiro duro) que tinha previamente agrupado com os sistemas fiduciários regulados por alterações nas taxas de juro. Como penso que é importante distinguir entre sistemas vinculados e fiduciários, neste livro, os sistemas monetários vinculados/fortes serão identificados como MP0 e a numeração das outras políticas monetárias continuará a ser a mesma, tal como nos outros textos.

Fase 1: Um Sistema Monetário Vinculado (ou seja, Duro) (MP0). Trata-se do tipo de política monetária que existiu entre 1945 e 1971. Este tipo de política monetária termina quando a bolha de dívida rebenta, ocorrendo a anteriormente descrita dinâmica de “corrida ao banco”, consistindo esta numa corrida de ativos de crédito para dinheiro duro e em que a quantidade limitada de dinheiro duro provoca incumprimentos em massa. Isto cria um desejo irresistível de imprimir dinheiro em vez de deixar a oferta limitada pelo fornecimento de ouro ou dinheiro duro existente para ser trocado ao preço prometido.

Fase 2: Uma Moeda Fiduciária, Política Monetária Conduzida pela Taxa de Juro (MP1). Durante esta fase, as taxas de juro, as reservas bancárias e os requisitos de capital também controlam os montantes do crescimento da dívida/crédito. Esta fase de política monetária fiduciária permite mais flexibilidade e ao mesmo tempo oferece menos garantias de que a impressão de dinheiro não será tão avultada a ponto de desvalorizar o dinheiro e os ativos da dívida. Os EUA estavam nesta fase, entre 1971 e 2008. Termina quando as alterações na taxa de juro deixam de funcionar (por ex., as taxas de juro atingem 0% e é necessário facilitar a política monetária) e/ou a procura do mercado privado pela dívida que está a ser criada fica aquém da oferta que está a ser vendida. Por isso, se o banco central não imprimisse dinheiro nem comprasse a dívida, o dinheiro e o crédito tornar-se-iam mais restritos e as taxas de juro passariam a ser mais altas do que o desejado.

Fase 3: Um Sistema Monetário Fiduciário com Monetização da Dívida (MP2). Este tipo de política monetária é implementado pelo banco central recorrendo à sua capacidade de criar dinheiro e crédito para comprar ativos de investimento. É a alternativa favorita quando as taxas de juro já não podem ser reduzidas e a procura do mercado privado por ativos da dívida (na sua maioria, obrigações e hipotecas, embora também possa incluir outros ativos financeiros como as participações) não é suficientemente

abrangente para comprar a oferta a uma taxa de juro aceitável. Favorece os preços dos ativos financeiros, pelo que tende a beneficiar de forma desproporcional quem tem ativos financeiros. Não entrega efetivamente dinheiro nas mãos daqueles com situações mais difíceis a nível financeiro e não é muito direcionada. Os EUA estavam nesta fase, entre 2008 e 2020.

Fase 4: Um Sistema Monetário Fiduciário com um Grande Défice Fiscal Coordenado e uma Política de Monetização da Grande Dívida (MP3). Este tipo de política monetária é aplicado quando, para fazer o sistema funcionar bem, a política fiscal do governo central e a política monetária do banco central têm de ser coordenadas para fazer chegar dinheiro e crédito às mãos das pessoas e às entidades que mais precisam deles. Embora a criação de dinheiro e crédito costume aliviar temporariamente o problema da dívida, não resolve o problema.

Fase 5: Uma Grande Desalavancagem. É nesta altura que deve haver uma grande redução dos pagamentos da dívida e do serviço da dívida através de reestruturação da dívida e/ou de monetização da dívida. Quando a gestão é efetuada da melhor maneira possível – ao que chamo uma bonita desalavancagem – as vias deflacionárias de redução dos encargos da dívida (por ex., através de reestruturações da dívida) são equilibradas com as vias inflacionárias de redução dos encargos da dívida (por ex., ao monetizá-las), pelo que a desalavancagem ocorre sem haver montantes inaceitáveis de deflação ou inflação. A sequência do Grande Ciclo da Dívida a lembrar é: primeiro, há um sobre-endividamento do setor privado, tem prejuízos e dificuldades de liquidação (ou seja, uma crise da dívida); em seguida, como forma de ajuda, há um sobre-endividamento do governo, tem prejuízos e dificuldades de liquidação; a seguir, para ajudar, o banco central compra a dívida pública e fica com os prejuízos. Para financiar estas aquisições e outros devedores em dificuldades (por serem o “credor de última instância”), o banco central imprime uma data

de dinheiro e compra uma grande quantidade de dívida. Depois, na pior das hipóteses, o banco central perde uma data de dinheiro relativo à dívida que comprou.

- Embora se afirme que um banco central moderno “imprime” dinheiro para comprar a dívida, o banco central não “imprime dinheiro”, no sentido literal da expressão. Em vez disso, pede dinheiro emprestado (reservas) aos bancos comerciais, sobre o qual paga uma taxa de juro de muito curto-prazo. No extremo desta dinâmica, o banco central pode perder dinheiro porque as remunerações do juro que recebe sobre a dívida que comprou são inferiores ao juro que tem de pagar sobre o dinheiro que pediu emprestado. Quando estes montantes se tornam avultados, pode dar por si numa espiral autossustentada de compra obrigatória de dívida, com os consequentes prejuízos e fluxos de caixa negativos, fazendo com que tenha de imprimir mais dinheiro para honrar a sua dívida e com que tenha de comprar mais dívida, o que acaba por originar mais perdas, exigindo-lhe que faça mais do mesmo. Esta é a espiral de morte que mencionei anteriormente. Quando feita em montantes avultados, a “impressão” desvaloriza o dinheiro e cria recessões inflacionárias ou depressões.

● ***Se houver uma subida das taxas de juro, o banco central perde dinheiro sobre os seus títulos de obrigação porque a taxa de juro que tem de pagar sobre o seu passivo é superior à taxa de juro que recebe sobre os ativos da dívida que comprou. Isto é de destacar, mas não é um sinal de alerta relevante, até o banco central ter um grande volume de capital líquido negativo e ser obrigado a “imprimir” mais dinheiro para cobrir o fluxo de caixa negativo que está a ter devido a estar a receber menos dinheiro relativo aos seus ativos do que o que tem de dispendar para saldar as suas dívidas. É a isto que me refiro quando digo que o banco central vai à falência: embora o banco central cumpra com as suas dívidas, não é capaz de fazer os seus pagamentos do serviço da dívida sem imprimir dinheiro.***

- As reestruturações da dívida e as monetizações da dívida acabam por reduzir o volume das dívidas em relação aos rendimentos e o ciclo da dívida segue o seu curso.

Fase 6: O Regresso ao Dinheiro Duro. Nesta fase, o governo central toma medidas para restaurar a solidez do seu dinheiro e dívida/crédito. Este tipo de política monetária ocorre após a redução anterior da dívida através de incumprimentos/reestruturações e monetizações da dívida, de modo a que os níveis de endividamento, relativos aos rendimentos e montantes de dinheiro disponíveis para honrar as dívidas, possam ser realinhados. Tal como descrito previamente, tal ocorre após os que detinham os ativos da dívida terem sido prejudicados pelos incumprimentos e/ou períodos inflacionários, pelo que a confiança na detenção de ativos da dívida necessita de ser reconstruída. Nesta fase, os países costumam voltar à MP0 (ou seja, uma política monetária apoiada em ativos tangíveis) ou à MP1 (uma política monetária direcionada para as taxas de juro/oferta de dinheiro), que é benéfica para os mutuantes/credores através de taxas de juro efetivas elevadas.

- **No caso dos grandes países com grandes impérios, o final do Grande Ciclo da Dívida, normalmente, era equivalente ao fim da sua proeminência.**

ALGUMAS OBSERVAÇÕES FINAIS

● **As grandes crises da dívida são inevitáveis.** Ao longo da História, apenas um número muito reduzido de países bem disciplinados as evitaram. São inevitáveis porque a concessão de crédito nunca é feita de modo perfeito em comparação com os rendimentos necessários para a honrar. Muitas vezes, é mal feita porque as pessoas querem sempre mais crédito e este transforma-se em dívida. Os níveis da dívida ultrapassam o que é sustentável, passando a ser necessário reduzir os encargos da dívida, o que costuma originar uma mistura de incumprimentos/

reestruturações da dívida e a criação de dinheiro e crédito, provocando a ocorrência de uma crise da dívida. Acresce o facto de que a psicologia humana reforça o ciclo: o período de bolha torna as pessoas mais otimistas, fazendo com que peçam mais dinheiro emprestado, e a falência faz com que as pessoas sejam mais pessimistas, fazendo com que reduzam a despesa. Embora esta evolução tenha ocorrido várias vezes ao longo da História, a maioria dos decisores políticos e investidores pensa que as suas circunstâncias e sistema monetário atuais não vão mudar. A mudança é impensável – e eis que acontece de repente.

● ***Compensa fazer uma poupança em tempos de “vacas gordas” para haver poupanças de recurso em tempos de “vacas magras”. Há custos tanto ao ser titular de demasiadas poupanças como de um número insuficiente das mesmas, e ninguém consegue atingir o equilíbrio ideal.***

● ***A melhor maneira de antecipar a chegada de uma crise da dívida não é a focar-se numa única influência ou número como dívida na forma de percentagem do PIB; fá-lo ao compreender e ao se focar num número de dinâmicas interrelacionadas.*** Vamos abordar este assunto, em especial, nos dois capítulos seguintes.

● ***Se as dívidas forem denominadas na própria moeda do país, o respetivo banco central pode e vai “imprimir” o dinheiro para aliviar a crise da dívida.*** Isto permite ao banco central uma melhor gestão da crise, caso não consiga imprimir o dinheiro, mas claro que também reduz o valor deste. Se a dívida não for denominada numa moeda que o banco central possa imprimir, este vai ter incumprimento da dívida e depressões deflacionárias medidas na moeda que está a dever e não pode imprimir.

● ***Todas as crises da dívida, até as grandes, podem ser bem geridas por decisores políticos económicos que reestruturam e monetizam a dívida, de modo a que as vias deflacionárias de redução dos encargos da dívida (ou seja, reduzir e reestruturar a dívida) e as vias inflacionárias de redução dos encargos da dívida (ou seja, criar dinheiro e crédito e entregá-los aos devedores para facilitar o seu pagamento das dívidas) se equilibrem***

mutuamente. O segredo é distribuir a liquidação da dívida ao longo do tempo. Por exemplo, se for preciso que a taxa de endividamento caia para cerca de 50% para a tornar sustentável, uma reestruturação da dívida que a distribua a uma taxa de 3% ou 4% ao ano seria muito menos traumática do que uma de aproximadamente 50% no espaço de um ano.

● ***As crises da dívida proporcionam grandes riscos e oportunidades que demonstraram tanto destruir impérios como proporcionar excelentes oportunidades de investimento aos investidores se estes compreenderem como é que funcionam e tiverem bons princípios para passarem bem por elas.***

Se o leitor tentar focar-se de forma precisa nos ciclos da dívida ou concentrar a sua atenção no curto-prazo, não vai detetá-los. É como comparar dois flocos de neve e não notar que são praticamente iguais porque não são exatamente iguais.

E é isto em resumo.

No resto deste estudo, vou aprofundar mais a mecânica, mostrar as sequências reais que se têm desenrolado ao longo de 35 casos, analisar de que forma o Grande Ciclo da Dívida e o Grande Ciclo Global, que inclui os outros grandes ciclos (por exemplo, ciclos de ordem interna e externa), que começaram em 1945 e em cujas últimas fases nos encontramos atualmente, têm ocorrido em comparação com este modelo, analisando ainda de modo breve os Grandes Ciclos chinês e japonês e uma série de outros casos. O caso japonês é interessante porque o Japão vai mais adiantado no seu Grande Ciclo da Dívida. Notavelmente, a sua grande dívida e monetizações da dívida levaram à desvalorização da sua moeda e dívida, o que fez com que os titulares das suas obrigações tivessem perdas de 45%, em comparação com a detenção de dívida em dólares americanos desde 2013, e perdas na ordem dos 60% relativamente à detenção de ouro desde 2013. **Nos últimos capítulos, vou partilhar a minha forma de análise dos EUA em relação a este modelo, como é que os EUA poderiam reduzir o risco de uma crise da dívida aguda e a minha maneira de ver em linhas gerais o desenrolar de eventos futuros.**

