

# Regulação Macroeconómica

**O MUNDO POST-CRISE: NOVOS PROBLEMAS  
E NOVOS (OU VELHOS?) RISCOS  
FDUC**

João Sousa Andrade

**FEUC – Grupo de Estudos Monetários e Financeiros (GEMF)**

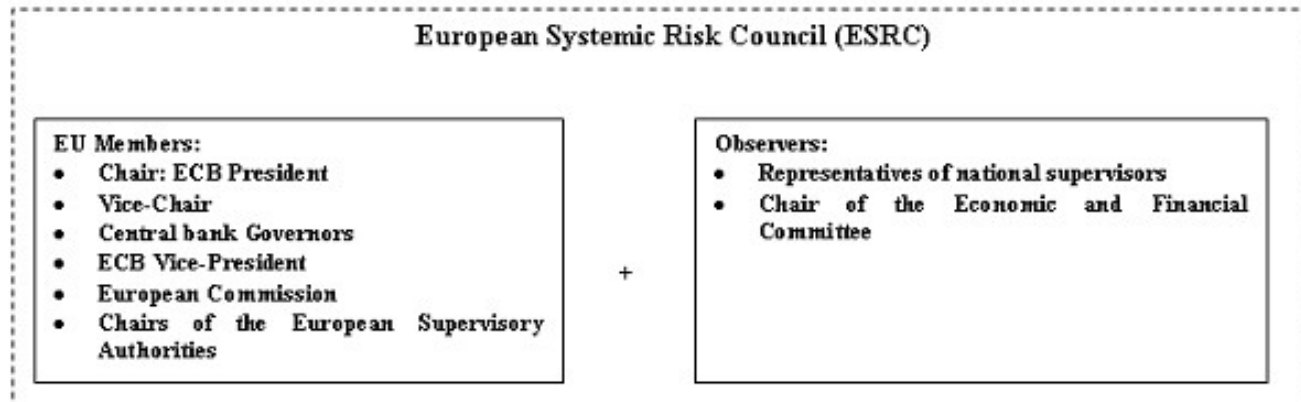
6 de Julho de 2010

# Regulação e contexto institucional

## Annex:

### A new European Framework for Safeguarding Financial Stability

*Macro-prudential supervision*

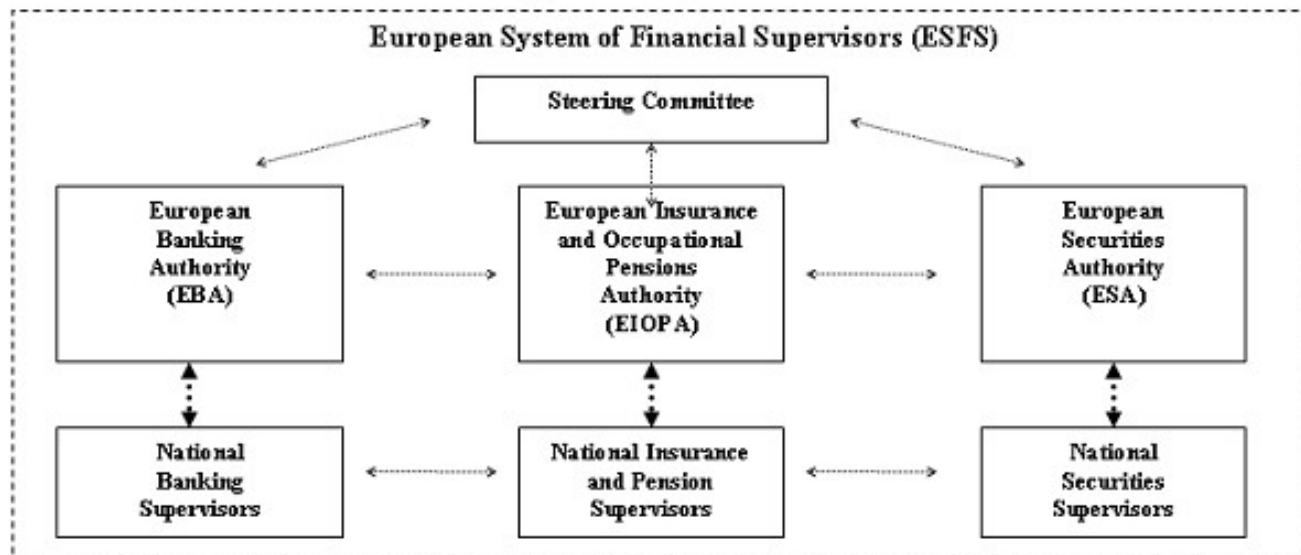


*Micro-prudential information*



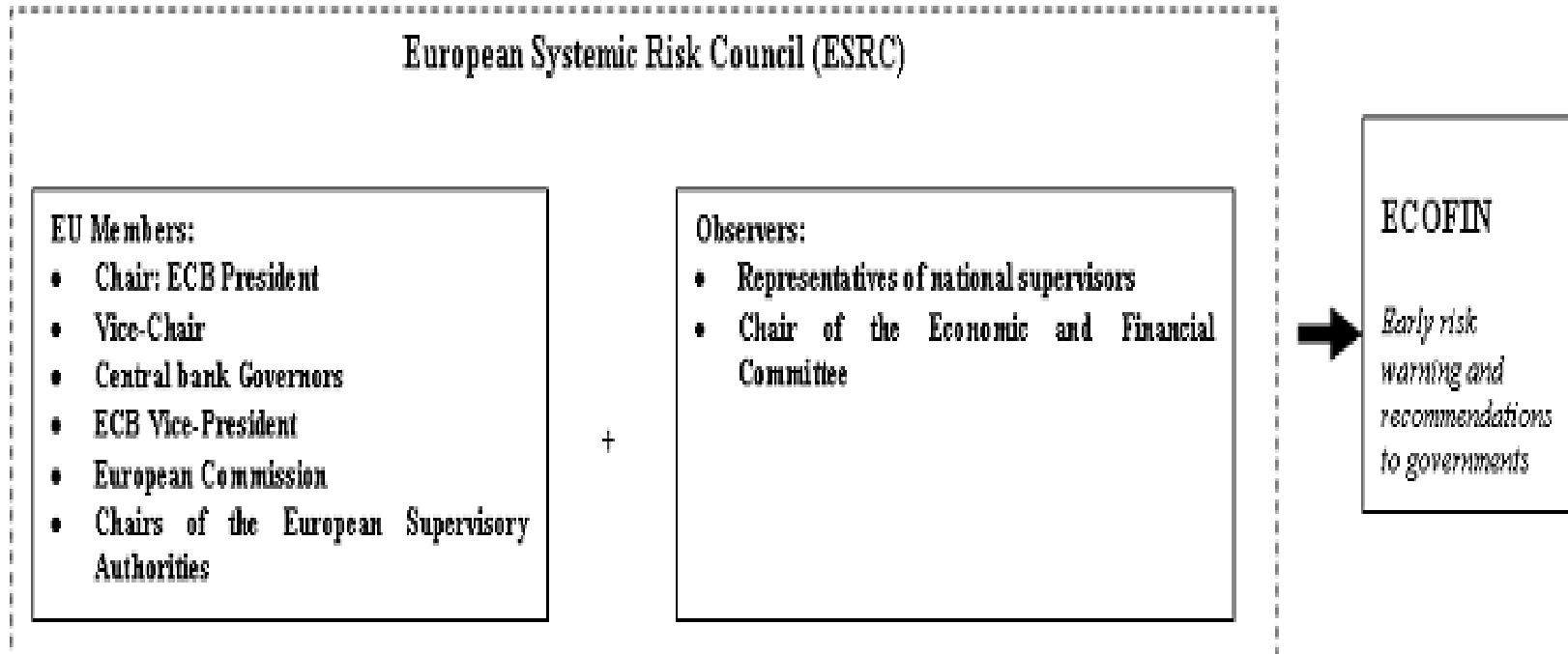
*Early risk warning and recommendations to supervisors*

*Micro-prudential supervision*



# Regulação e contexto institucional

*Macro-prudential supervision*



## Portugal Economia Aberta

- Portugal é uma economia aberta: muitas das decisões externas são mais importantes que as internas
  - mais do que nunca atenção à UE e ao Mundo
- UEM: da sua impossibilidade à sua destruição
  - nome sonante: Martin Feldstein até agora o campeão das predições erradas
  - um pouco como os “economistas da crise”  
...algures “têm sempre razão”

# Cooperação?

- **Último G8/G20 e a divisão**
  - Deflacionistas e os outros ... (EUA e UE)
  - Impostos sobre IF? **Cada um que o decida.**
  - Quem propõe estas medidas baseia-se em quê?
  - UE: e os hedge funds?

## Um novo PEC

### Um novo PEC é necessário ...

- Maastricht e as suas hipóteses
- crescimento do PIB a 3%, inflação a 2%
- Início do séc. XX: taxa de juro real de LP a **3%** (Gilt inglesas); o contexto histórico inflacionista; e a obrigatoriedade de não monetarizar défices
- PEC adaptado a um crescimento mais reduzido
- Novas regras orçamentais e de dívida pública
  - Questão de princípio
  - Questão de ritmo de transição

## Algumas Contas Interessantes e Terríveis (Portugal)

<b>R</b>	<b>dY</b>	<b>g</b>	<b>DIY</b>	<b>rDIY</b>
0.045	0.015	0.020	0.750	0.033
0.055	0.020	0.020	1.000	0.052
0.065	0.030	0.020	1.500	0.089
0.045	0.015	0.030	0.500	0.022
0.055	0.020	0.030	0.667	0.035
0.065	0.030	0.030	1.000	0.061
0.045	0.010	0.010	1.000	0.043
0.065	0.030	0.010	3.000	0.163
0.045	0.012	0.02	0.6	
0.044	0.006	0.01	0.6	

## Um novo PEC

- Novo PEC “com dentes” (B. Eichengreen)
  - o actual já os tem!
- Poder de veto da CE ?
  - Integração política/alargamento
  - Re-activar a discussão da integração política?
  - Discutir o assunto
- OE e poder soberano dos parlamentos
  - Orçamento europeu?



## Um novo PEC

- Mercado europeu de factores
  - mobilidade dos trabalhadores
  - China e UE
  - língua franca europeia
  - directiva Bolkestein (?)
    - da enfermeira e canalizador polaco à exportação de idosos e doentes para a Índia
- Regulação da banca, dos intermediários financeiros, dos mercados, ... deveria ser única

## Um novo PEC

- Exemplo: decisões do apoio financeiro de 10 de Maio
  - Alemanha retardou, complicou...
  - Poder da CE contestado por nórdicos e aliados da Alemanha
- Campeões da democracia burocrática para imporem as suas opiniões – democracia como meio para obstruir

## Crise e Regulação

- Cada crise financeira acarreta a desconfiança na regulação
  - regulação como forma de a prevenir?
- Regulação financeira nas vésperas da Crise:
  - EUA. Reguladores à escolha. À escolha no mesmo departamento de Estado
    - Receitas: oriundas dos clientes
- Caso BP: falha do MMS (Minerals Management Service) e seu fecho
- O processo: “literally slept with people they are regulating” (James Surowiecki, N.Yr)
- Obrigações com dívidas (outros títulos de dívida) subjacentes “super senior” com exigências mínimas de capital
  - levaram ao aparecimento dos CDS
  - AIG e ½ bilião de \$, sem que alguém se preocupasse
- Onde estava a SEC nos casos Enron e WorldCom? E todos os reguladores no desenvolvimento do fraudulento mercado sub-prime? O problema da alavancagem (sobre-endividamento) nunca foi notado?

## Crise e Regulação

- Acidentes indesejados? Não! Contexto desenvolvido nos últimos anos:
  - os reguladores, como outros intervenientes públicos, actuam tendo em conta a forma como vêm o que pensamos deles e o que eles pensam das suas funções
  - a regulação não era necessária, era preferível a auto-regulação ...
  - a regulação podia reduzir a eficiência dos mercados
- Em suma: deslegitimação da regulação
  - direcção de agências de regulação dirigidas por sépticos das suas funções
- Resultado: diminuta supervisão e complacência por parte do Estado

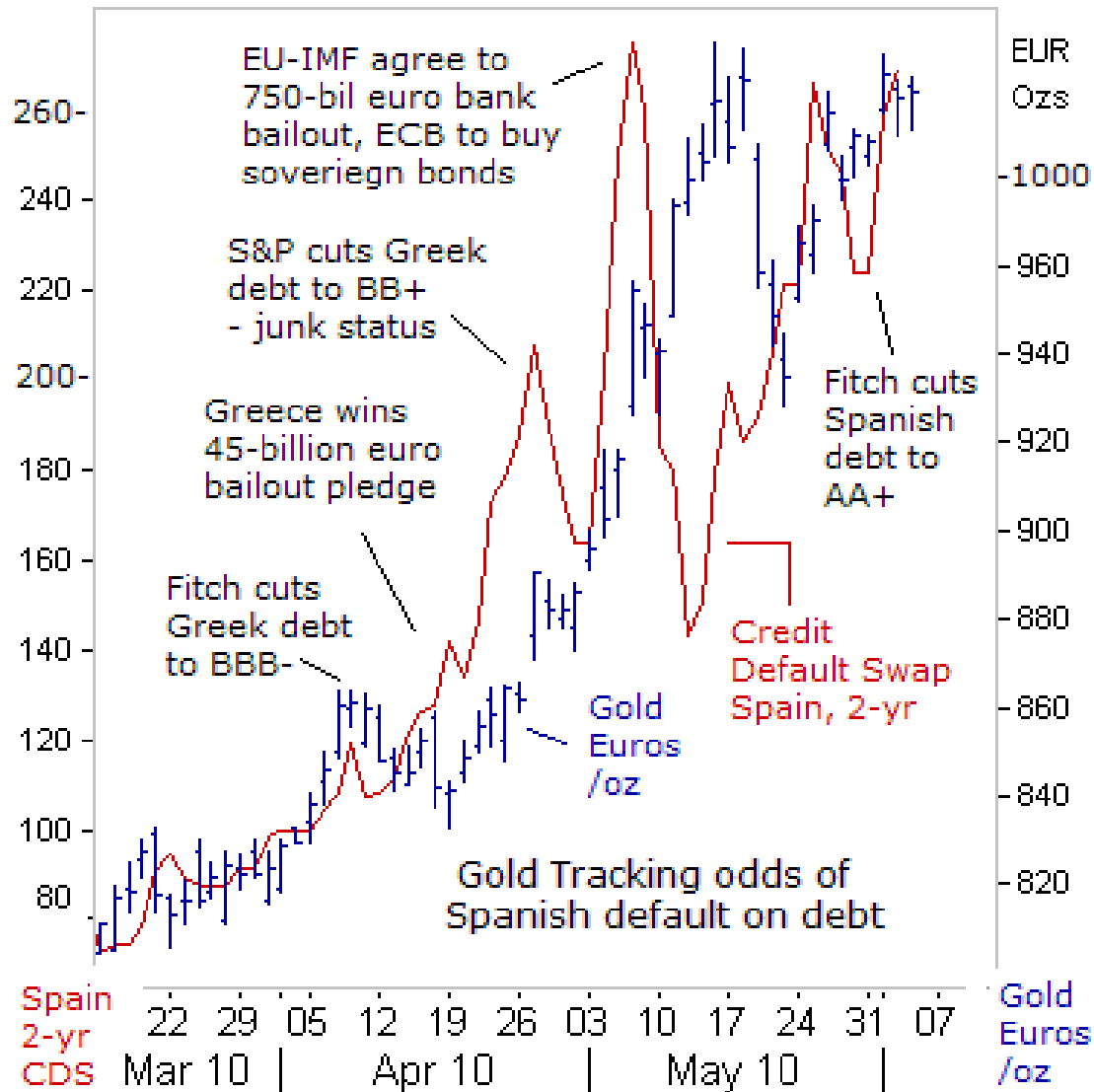
## Crise e Regulação

- ...
- Prêmios salariais concorrenciais:
  - (Georges Stigler e Gary Becker) atrairão competência e reduzem a tentação da corrupção
  - acima de concorrenciais: levam a não “fazer ondas” procurando a manutenção nos cargos
  - sentimento de causa pública é necessário aos reguladores
  - a confiança dos indivíduos nos reguladores é necessária para o desenvolvimento dos mercados

## Estado, mais interveniente?

- Que papel para o Estado no pós Crise Financeira?
  - 1. Crescimento da importância económica e política do Estado
    - ...
    - PGG, SGG, GuerraFria
    - e agora?
  - 2. Vai continuar a crescer?
  - 3. O grave: poder de vida ou de morte da iniciativa empresarial
    - crescente envolvimento em decisões económicas
    - misturas economia-política nocivas ao desenvolvimento económico
    - o apoio aos “campeões nacionais” é pernicioso
    - porta aberta a proteccionismos (?)
    - Nações e interesses individuais: só o Estado merece confiança?
  - 4. Interesses nacionais e cooperação internacional
    - exemplos tristes: Grécia, Alemanha, Espanha e uma CE inepta
    - e falamos da UE

## Grécia ...



- BullionVault, 4th June, 2010

## O “se” mais caro da triste da europa

- 26 de Abril de 2010: “Germany will help if the appropriate conditions are met”, Merkel
  - talvez o “se” mais caro da história económica! De um aliado, de um parceiro, ...
- Haverá um **saber do tempo político de decisão?**
  - 1995, ajuda de Clinton ao México de 20mM\$ evitou a crise financeira mexicana e em contágio da América Latina
  - 1998, defesa do mercado bolsista de H-K, evitou uma crise financeira em H-K
  - Obama, com os stress-tests aos bancos e a ameaça das condições do TARP levou ao aumento de capital dos bancos americanos
  - Março de 2010, ajuda à Grécia calculada em 22mM€. Um mês depois passou para 110mM€. Merkel aumentou-a 5 vezes: falou de mais e fez de menos!



## Taxas de juro e volatilidade

- Ao nível financeiro: futuro com taxas de juro mais elevadas também devido ao risco político
  - intervenções esperadas e não efectivas, não esperadas e efectivas, indecisões, adiamentos, decisões negociadas politicamente ou com intervenientes económicos, intervenções dependentes de antecipações de votos, intervenções erradas
  - volatilidade das taxas de juro vai aumentar

## Outras ... políticas para o SF? Milagres e populismo.

- **Taxas sobre os bancos ou operações financeiras?**
  - Os impostos que recaem sobre as quantidades ou os preços:
    - Em concorrência:
      - repartida pelo banco e pelo devedor
      - com procura inelástica, paga apenas devedor
    - Sem concorrência: paga o devedor
- **O papel dos Certificados do Tesouro. Normal que haja subscrição pública!**
  - Hoje? As taxas de depósitos dos bancos vão subir. As taxas activas também ...
- **Fixar o spread? Destruía a intermediação financeira ou quem a praticasse**
- **Edmund Phelps sobre os impostos:** “trata-se de uma **ideia bastante medíocre**. Lançar impostos sobre os lucros da banca, sobre o sucesso, o fundamento da economia capitalista, nunca é uma boa ideia” (Le Monde, 28/6/2010)

## Reforma necessária da regulação

- **Que aconteceu na recente crise?**
  - Falhas no enquadramento da regulação e nos objectivos previstos
  - Incentivos distorcidos: favorecimento do Curto Prazo na gestão!
  - Não foi assim na crise da dívida dos anos 80?
- Ausência de regras de supervisão sobre actividades em países diferentes (cross-border) no caso europeu
- Ausência de consciência quanto a **riscos sistémicos**:
  - A protecção individual dos riscos equivalente à ausência de risco no mercado
  - A eliminação do risco da carteira individual não retira o risco do mercado
  - Opacidade de operações financeiras: impede a circulação de informação fundamental ao mercado



- Supervisão deverá ser nacional com cooperação? Ou supranacional?
- Supervisão prudencial ao nível macroeconómico: instituição independente (ESRB). Objectivos:
  - Alertar e reduzir o aparecimento e desenvolvimento de risco sistémico que afecte a estabilidade financeira
  - Alertas e recomendações sobre os risco que surjam
- Cooperação estreita com o ESFS (Sistema Europeu de Supervisores Financeiros)
  - Combinação macro/micro
  - Cooperação entre autoridades nacionais e 3 novos supervisores europeus (Autoridade Bancária Europeia, Autoridade Europeia do Mercado de Capitais e Autoridade Europeia de Seguros e Pensões)



- E os Bancos Centrais?
  - Supervisão prudencial histórica
  - Adequação à velha função de prestamista de última instância
- Elevado nível de capacidade e de especialização em macro e análise monetária e financeira
  - Conhecimento da estrutura e funcionamento bancário nacional
  - Representação privilegiada
- Na Europa: Sistema Europeu de Bancos Centrais
  - Papel na actual crise? Não devemos fazer a avaliação da sua inépcia?

## Dificuldades recentes

- Problemas recentes surgidos na **cooperação europeia**
- Sobretudo a nível da supervisão micro
  - Desejada e obrigatória cooperação entre supervisores nacionais
  - Desacordo: a última palavra em desacordo às autoridades europeias
- Problema: redução de poderes nacionais
  - Controlos externos sobre a City (não desejados)
  - Presidência do ESRB (Conselho Europeu de Risco Sistémico, Council de Larosièrre substituído por Board)
    - Inglaterra opõe-se a que seja o BCE a presidir (não a que assista, mas a que dirija)

## Regulação e contexto institucional

- Regulação macroeconómica
- Reforma institucional
  - Agências de rating
  - Enquadramento da banca
- Indicadores avançados
  - Estudos empíricos
  - Aceitação e actuação

## Regulação e contexto institucional

- **European Credit Rating Agency (ECRA)**
  - a questão não está no controlo político de Berlim ou Paris
  - mas na diminuição do poder de monopólio Fitch Ratings, Moody's Investors Service e Standard & Poor's
  - não permitir alterações de classificação em mudanças de comportamento do mercado
- **Desregulação dos 80's** nada aprendeu com a crise dos S&L
  - Kareken e Wallace (1978) os seguros de depósito introduzem instabilidade a menos que:
    - o prémio de seguro seja determinado correctamente, ou
    - é necessário regular as carteiras de activos bancários
- A nossa esperança: iniciativa **Paul Volcker – Obama** ?



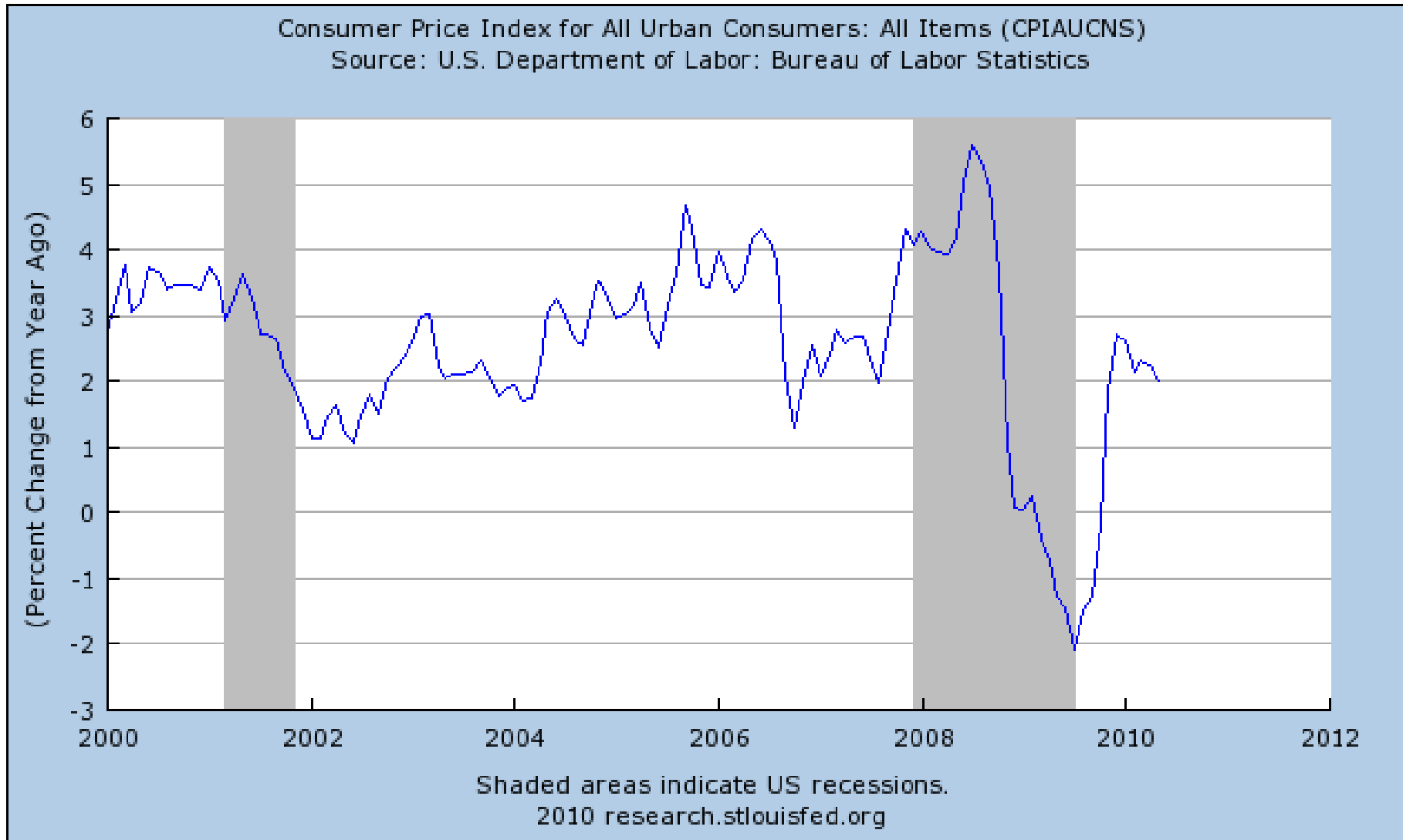
## Regulação e contexto institucional: EUA

- **Regra de Volcker:** investimentos por conta dos próprios bancos que actuam também por conta de terceiros leva a informação privilegiada que pode sustentar comportamentos especulativos. Retirar aos bancos (comerciais) o investimento por conta própria.
- **Instituição de protecção ao consumidor:** dirigente independente, independência financeira, autoridade para impor regras e as fazer respeitar
- **Derivados** (em geral) a serem negociados em mercado assim como a sua compensação de pagamentos (bancos a poderem ou não negociar)
- **Fundo para ajuda** a instituições financeiras afectadas por riscos sistémicos.
- **Corporate governance:** transparência para accionistas dos rendimentos pagos a administradores e maiores poderes dos accionistas nessas decisões

## A aproximação da “crise”?

- Indicadores avançados (leading indicators)
  - Uma boa centena de estudos sobre o assunto
  - Survey muito completo na tese de doutoramento de José Quelhas
- (Frankel e Saravelos, 2010)
  - Problema sério: *selection bias* (estudos após a verificação do fenómeno)
  - Indicadores avançados de crise e da sua intensidade.
  - Confirmação dos indicadores já conhecidos:
    - **reservas internacionais**
    - **taxa de câmbio real**
    - **crescimento do crédito**
    - **taxa de poupança/BTC**
    - **endividamento externo de curto e longo prazo**

## USA – Inflação ?



- FRED, 22th June, 2010

## UE – Inflação ?



- BCE, 22 Junho 2010

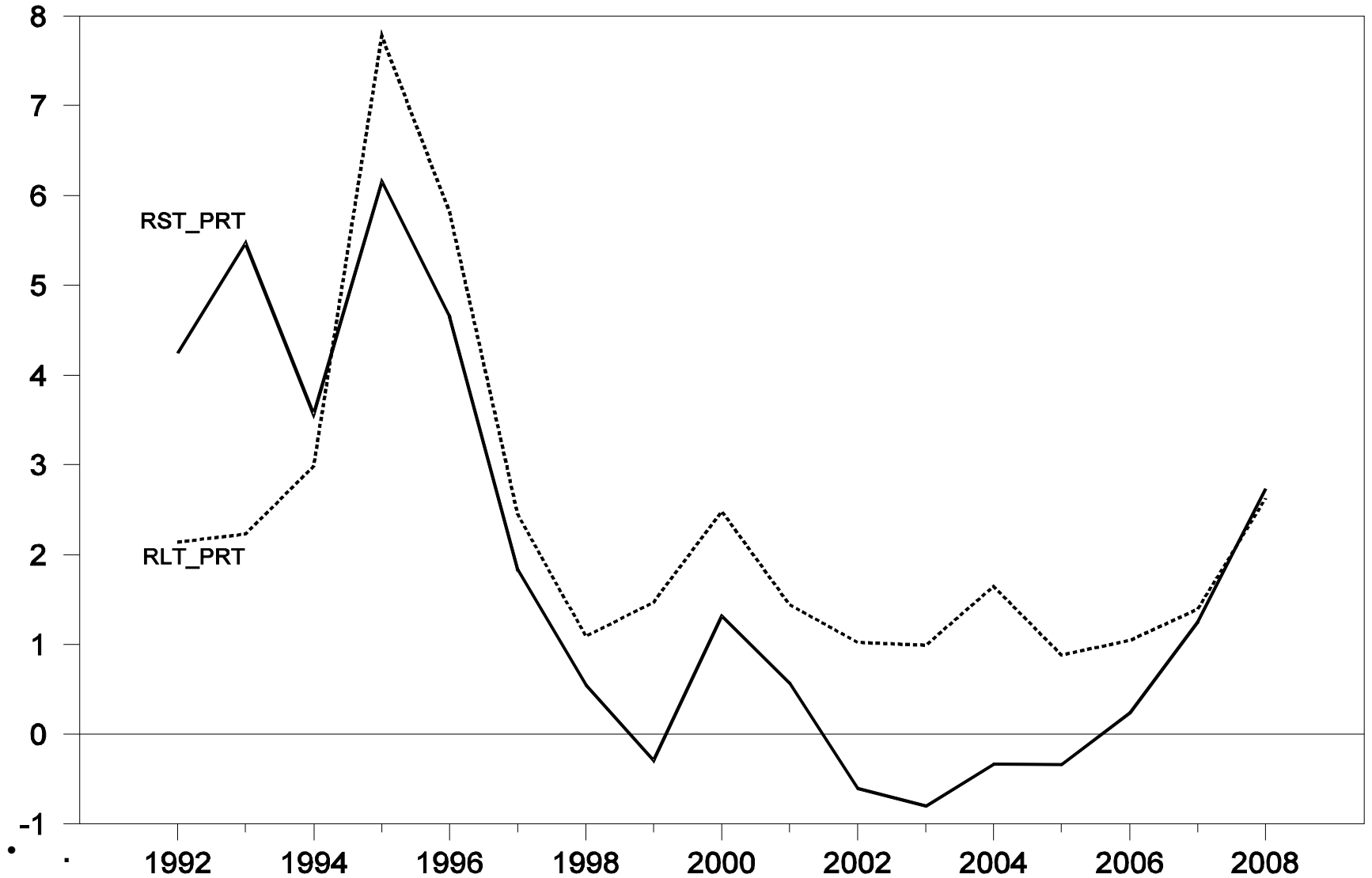
# Inflação

- **Efeito Boskin: 1,5-2%**
- **Conclusão: estamos a viver um período de deflação!**
  - O nível geral de preços está a cair

# Cá se fazem cá se pagam ...

## Real Short and Long rate of interest

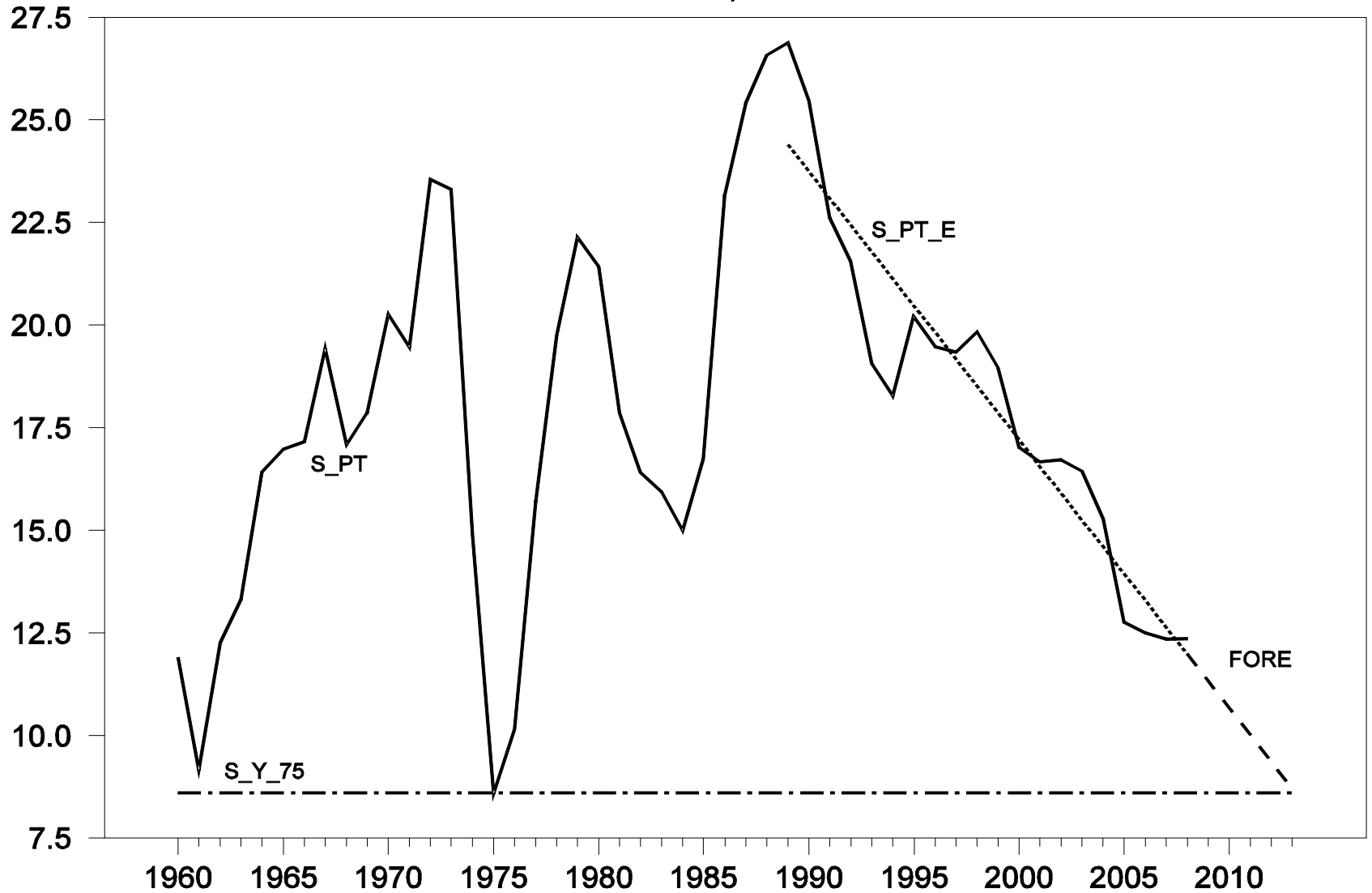
1992-2008



# Cá se fazem cá se pagam ...

## S/Y, S/Y trend (1989-2008) and forecast S/Y after 2008

1960 - 2008, 2013



## Competitividade

- **TCRx/TCRAlemanha (2005/2009)**

- 

•	PRT	SPA	IRL	GRE
2005	1.1510	1.1481	1.2014	1.1525
2006	1.1854	1.2116	1.2696	1.1873
2007	1.2026	1.2633	1.3008	1.2343
2008	1.2111	1.2906	1.3707	1.2485
2009	1.1998	1.2207	1.2714	1.2492

(custos unitários do trabalho)

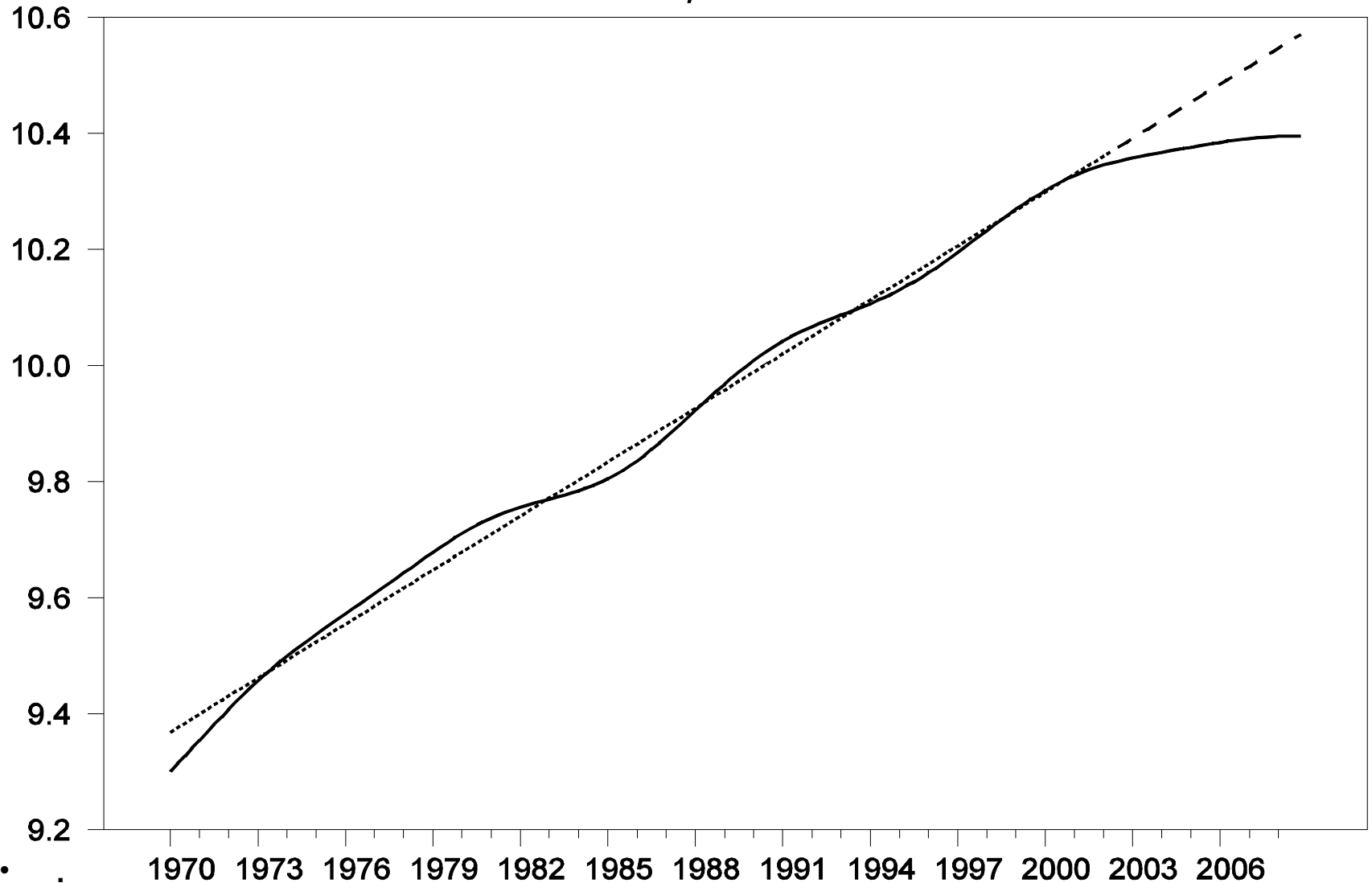
- **perda enorme de competitividade dos PIGS favorecendo a Alemanha**



# Cá se fazem cá se pagam ...

## GDP Trend (HP) and projected trend after 2002:2

*-17.5% Gap in 2008:4*



## Resultado da “doença australiana”?

	Empréstimos internos								
	SNF	Curto Prazo			%PIB	Longo Prazo			T%PIB
		Part	Soma			SNF	Partic	Soma	
2007	40895	9511	50406	<b>30.91</b>	126830	143105	269935	<b>165.55</b>	<b>196.46</b>
2008	43750	9730	53480	<b>32.13</b>	140675	149418	290093	<b>174.27</b>	<b>206.40</b>
2009	38488	8817	47305	<b>28.86</b>	154119	153838	307957	<b>187.90</b>	<b>216.76</b>

	Empréstimos Externos (BalPag)				
	%PIB	2007	2008	2009	2010
• AP		46.08	52.07	58.72	64.16
• OIFM		10.41	17.25	28.10	44.09
• OSR		13.85	13.68	14.69	15.39
• Total		<b>70.34</b>	<b>83.00</b>	<b>101.51</b>	<b>123.64</b>

## Crisis and Debt Deflation

- Que disse o quantitativista **Irving Fisher?** (1933)
- Relatório do BP, 2010: “O período mais recente e o da Grande Depressão partilham uma série de características comuns. Ambos foram antecidos por um período de aumento significativo do nível de atividade económica sustentado por um rápido crescimento do crédito e por uma forte inovação financeira”
- Factores dominantes em booms e depressões: **sobre-endividamento**, para começar, e **deflação**, em seguida.

## Fisher

- Ordem lógica de acontecimentos:
- liquidação dos débitos leva a vendas apressadas; contracção dos depósitos bancários com redução da velocidade de circulação da moeda ( $V$ ); a queda no nível de preços; maior queda do nível de actividade provocando falências; a redução nos lucros; quedas da produção, comércio e emprego; pessimismo e falta de confiança; redução ainda maior de  $V$ ; e complicados distúrbios sobre as taxas de juro.
- - sobre-endividamento é sempre relativo e não absoluto
- - a sub-produção é a situação real da imagem de sobre-produção
- **Porquê o sobre-endividamento?** Novas oportunidades para investir com lucros significativos são o clima, mas a causa está no “dinheiro fácil”.

## Fisher ...

- (p347) **Se os nossos governantes insistirem em deixar a recuperação à natureza e recusarem inflacionar, se tentarem de forma vã equilibrar o orçamento e reduzirem os funcionários públicos, subir os impostos, ..., em breve deixarão de ser nossos governantes. Porque teremos a insolvência do próprio governo e provavelmente alguma forma de revolução política.**

## Políticas de Estabilização

- **Pós-Guerra – Estabilização**
  - Prestamista em última instância, +
  - Consumidor em última instância
- Problema da **Depressão de 29** (...+ PM não expansionista e PO mitigada)
- Perspectivas de crescimento: Trinta Gloriosos (Jean Fourastié)
- Hoje: desindustrialização rápida e irreversível na Europa e EUA

## Stress tests à americana e à europeia

- Stress tests: São uma exigência aceite pelas autoridades e instituições bancárias
- Testar a capacidade de a banca resistir a uma evolução macroeconómica mais desfavorável que a aceite pela previsões
- EUA: um país com o TARP (plano de ajuda ao sector financeiro)
  - se o capital necessário não for suficiente: ou privados, ou o Estado com limitações a dividendos, remunerações de gestores e taxa de rentabilidade da intervenção superior à normal do mercado em termos obrigacionistas
  - Os maiores bancos EUA **podem** enfrentar perdas de 600 mM\$ até ao final de 2010
- Europa: a realidade dos países é muito diversa. Fazer testes diferenciados não faz sentido. Fazer testes únicos também não faz sentido. O que é uma situação grave em termos do desemprego para Espanha e para Portugal? Outro problema na Europa: que respostas pode dar o Governo a resultados negativos dos testes? Mais: os alemães insistem em aumentar as rubricas dos testes ... até onde e com que profundidade?
- **Solução encontrada**: testes europeus, gerais, e específicos e profundos em cada país

## Futuro?

- **Messianismo** macro e microeconómico?
- Reformas institucionais?
  - Maior transparência das transacções
  - Maior responsabilização das instituições e dos seus responsáveis
  - Concorrência: solidez e flexibilidade do sistema financeiro
- Vale a pena confiar em regulação prudencial num contexto de abandono de regras de funcionamento dos mercados e de ausência de transparência de transacções financeiras?



**O MUNDO POST-CRISE: NOVOS PROBLEMAS  
E NOVOS (OU VELHOS?) RISCOS  
FDUC Futuro?**

**Muito obrigado pela vossa atenção**

**O MUNDO POST-CRISE: NOVOS PROBLEMAS  
E NOVOS (OU VELHOS?) RISCOS  
FDUC Futuro?**

**Bibliografia:**

***Ameco, CE, Junho de 2010***

***Banco de Portugal, Relatório e Contas de 2009, 2010***

***C.E., Vários documentoss***

***Josef Ackermann, Balancing the State and the Market, Center on  
Capitalism and Society, Columbia University, December, 2009***

***James Surowiecki, The Age of Political Risk, May 24, The New Yorker,  
2010***

***James Surowiecki, The Regulation Crisis, June 14, The New Yorker,  
2010***

***Barry Eichengreen, Europe's Hsitoric Gamble, 15<sup>th</sup> May, Project  
Syndicate, 2010***

***Jeffrey Frankel and George Saravelos, Are Leading Indicators of***