

# Do subprime à dívida soberana, uma ou duas crises?

**FEUC**

João Sousa Andrade

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

24 de Maio de 2011

## 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”

## Portugal – as duas crises

- Irlanda, Grécia e Portugal
  - 3 casos diferentes
- Crise financeira à crise económica
  - Bispo do Porto (entrevista)
  - Começo queda?
    - 1998 ?
    - 2002 ?
- Da crise da dívida soberana à crise da banca

# Cooperação?

- **G8/G20 e a divisão**

- Deflacionistas e os outros ... (EUA e UE)
- Segunda década do Séc. XX: zona ouro e zona dólar
- Impostos sobre IF? **Cada um que o decida.**
- Quem propõe estas medidas baseia-se em quê? E pretende o quê?
- UE: e os hedge funds?
- Naked CDS. Cada qual que se entenda em pleno processo de harmonização de regras de mercado

## Um novo PEC

### Um novo PEC é necessário ...

- Maastricht e as suas hipóteses
  - A Alemanha fez a sua reforma constitucional em 2009
  - crescimento do PIB a 3%, inflação a 2%: valores do futuro?
- 
- 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

## Um novo PEC

### Um novo PEC é necessário ...

Restrição inter-temporal do Estado

- Taxa de juro real da dívida (média e marginal)
- Taxa de crescimento real da economia
- Taxa de inflação (2%)
  
- Taxa de juro alemã (próximo) 3,5% e penalização da UE 2% ?

## 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?
  - Experiência americana e alemã ... (e Suíça)

## Um novo PEC

- Mercado europeu de fatores
  - mobilidade dos trabalhadores
  - China e UE
  - língua franca europeia
  - diretiva 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. A atual arquitetura financeira.

## Um novo PEC

- Exemplo: decisões do apoio financeiro de 10 de Maio de 2010
  - 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 bilhão 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? A SEC criou o oligopólio das agências de rating.
- Informação mais completa para o futuro?

## 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, Islândia, Holanda
    - e falamos da UE

## 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 Cliton 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 efetivas, não esperadas e efetivas, indecisões, adiamentos, decisões negociadas politicamente ou com intervenientes económicos, intervenções dependentes de antecipações de votos, intervenções erradas
  - Reagan: confiar na AP é o maior erro dos americanos ...
  - Novos contratos de hipoteca ...
  - 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)

## 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
  - Março de 2011: decisões do Parlamento Europeu
- **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 atuam 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 proteção 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 afetadas por riscos sistêmicos.
- **Corporate governance:** transparência para acionistas dos rendimentos pagos a administradores e maiores poderes dos acionistas 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**

Cá se fazem cá se pagam ...

## Real Short and Long rate of interest

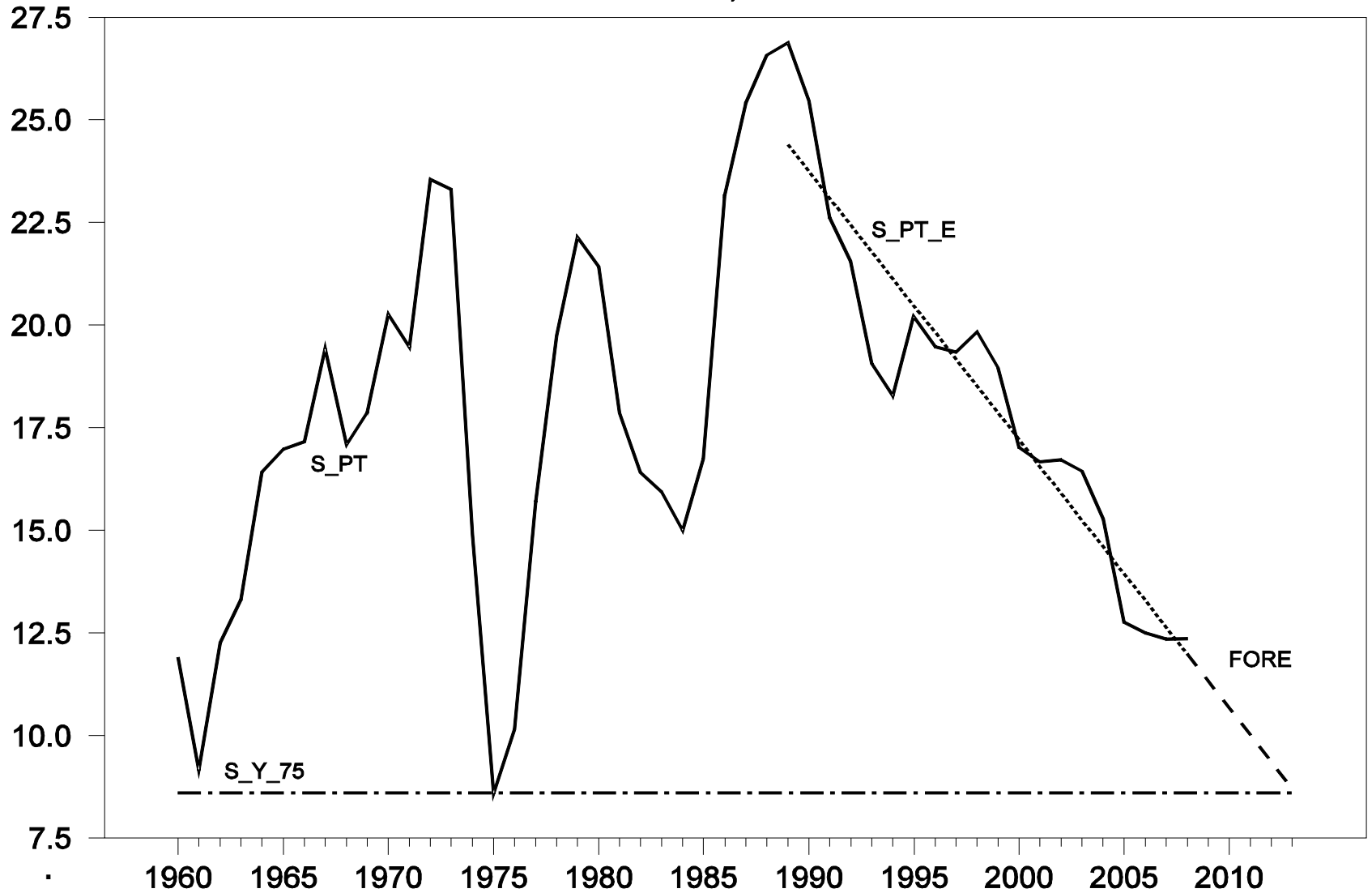
1992-2008



# Cá se fazem cá se pagam ...

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

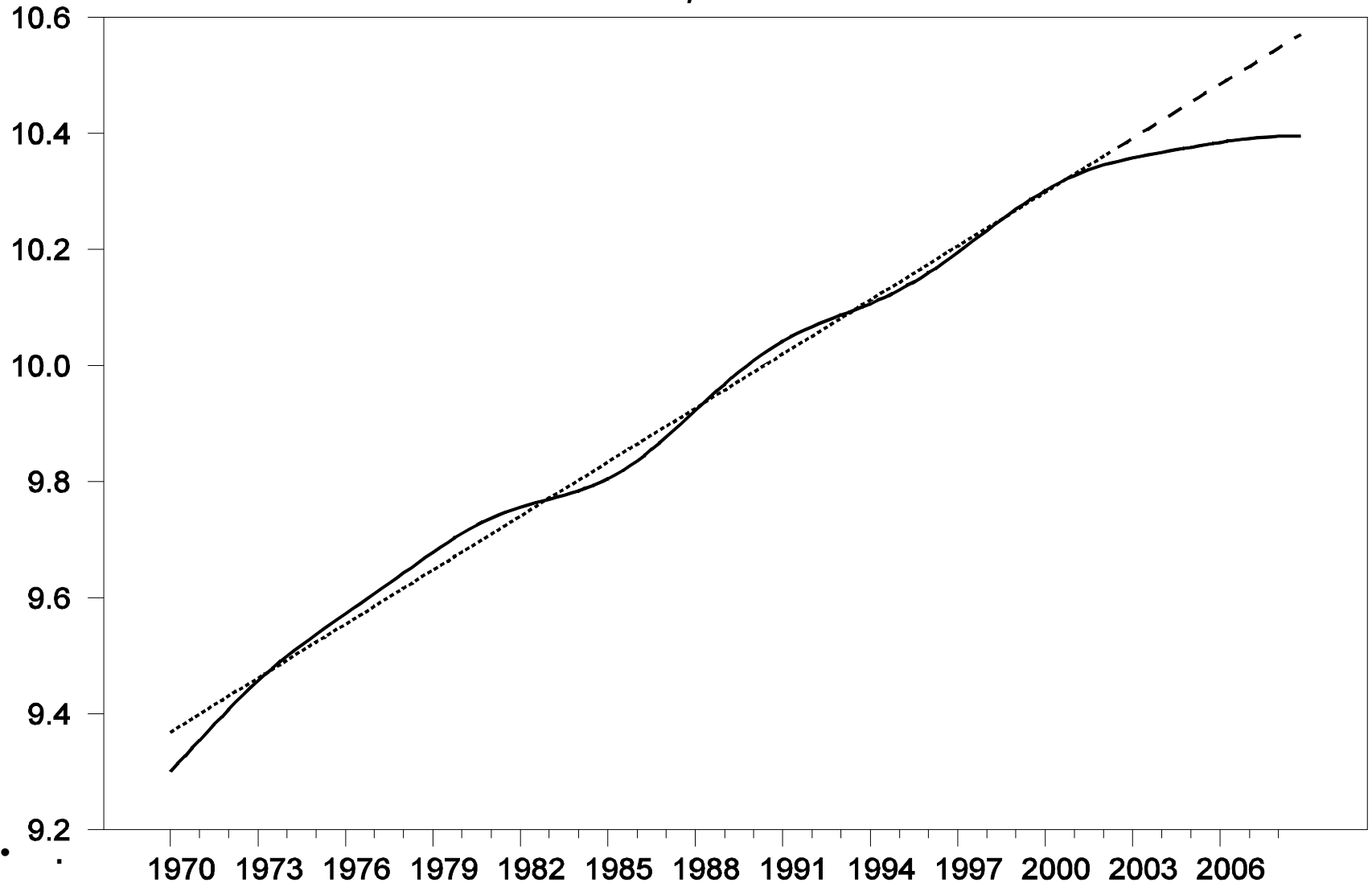
1960 - 2008, 2013



# Cá se fazem cá se pagam ...

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

*-17.5% Gap in 2008:4*



## 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”
- Fatores 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; contração dos depósitos bancários com redução da velocidade de circulação da moeda ( $V$ ); a queda no nível de preços; maior queda do nível de atividade 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
- Desrespeito por regras elementares de equilíbrio inter-temporal
- Má governação: IVA, w%, Pec2, 3 e depois 4 ...

## Futuro?

- **Messianismo** macro e microeconómico?
- Reformas institucionais?
  - Maior transparência das transações
  - 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 transações financeiras?