

Sair da Crise (?)

João Sousa Andrade

A Bíblia, o Corão, o Cristianismo primitivo, os Romanos – todos aprenderam os perigos do endividamento. O que aconteceu a este saber?

Escolas de Comércio (Business schools).

Nassim Nicholas Taleb (2010)

Portugal

- **Portugal não é uma economia fechada**
- **Mundo com falhas graves das OEI**
 - Ausência de regras (OMC-FMI)
 - Intervenções aberrantes (CE) ou inexistentes
- **Excepção:** director do FMI (D. S-K)
 - Retoma tímida e incerta
 - Não abandono de apoios orçamentais/retorno à sustentabilidade orçamental

Grécia

- **Que Europa?**

- Primeira vez que um MF vigiarizou as contas orçamentais foi promovido a Vice-Presidente do BCE
- Segunda vez: onde estão os responsáveis
- A EU castigou fortemente os sucessores e não os responsáveis

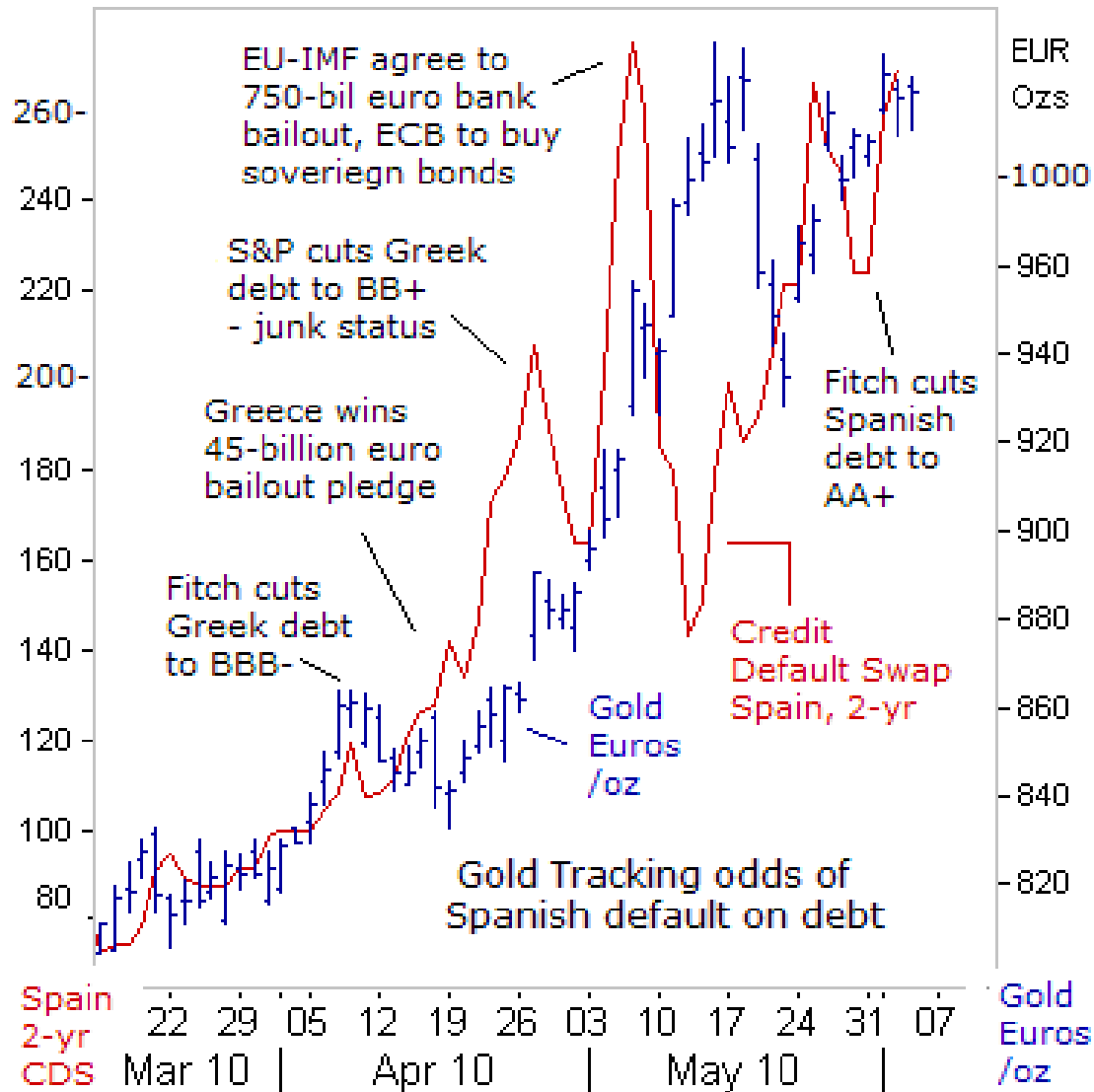
- **Papel da China**

- Só o medo da China fez avançar a Europa de Barroso e Merkel

- **10 de Maio** às 2 da manhã (após 11 horas de dura discussão):

- fundo de ajuda de €750mM
- €60mM para fundo de estabilização de acção rápida (orçamento da UE como colateral)
- €440mM com cobertura diversa; regime bilateral; condicionado a políticas
- por cada €2 da UE o FMI contribuirá com €1
- BCE passa a comprar títulos da DP nos mercados financeiros

Grécia ...

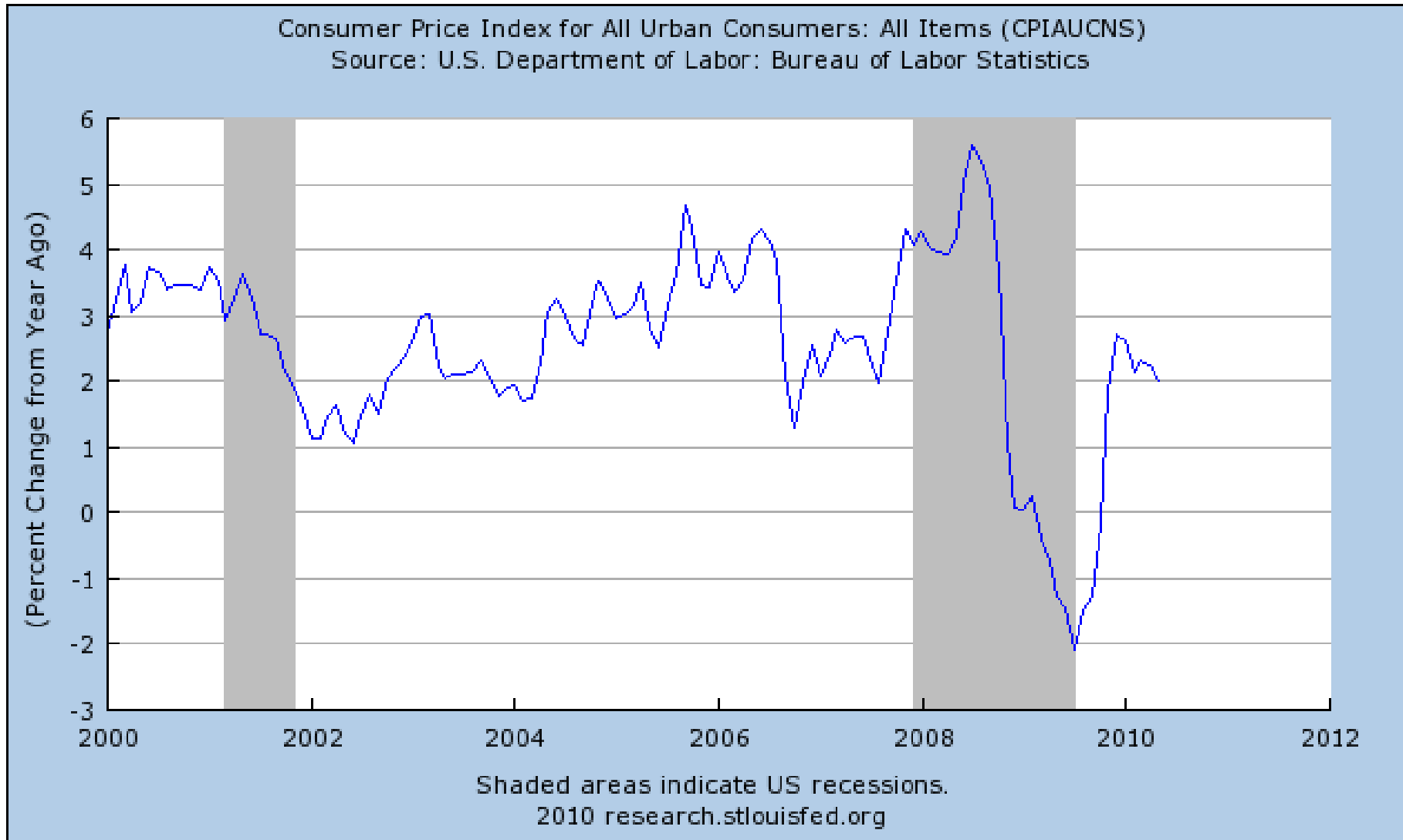


- BullionVault, 4th June, 2010

Grécia ...

- 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 ?

USA – Inflação ?



- FRED, 22th June, 2010

UE – Inflação ?

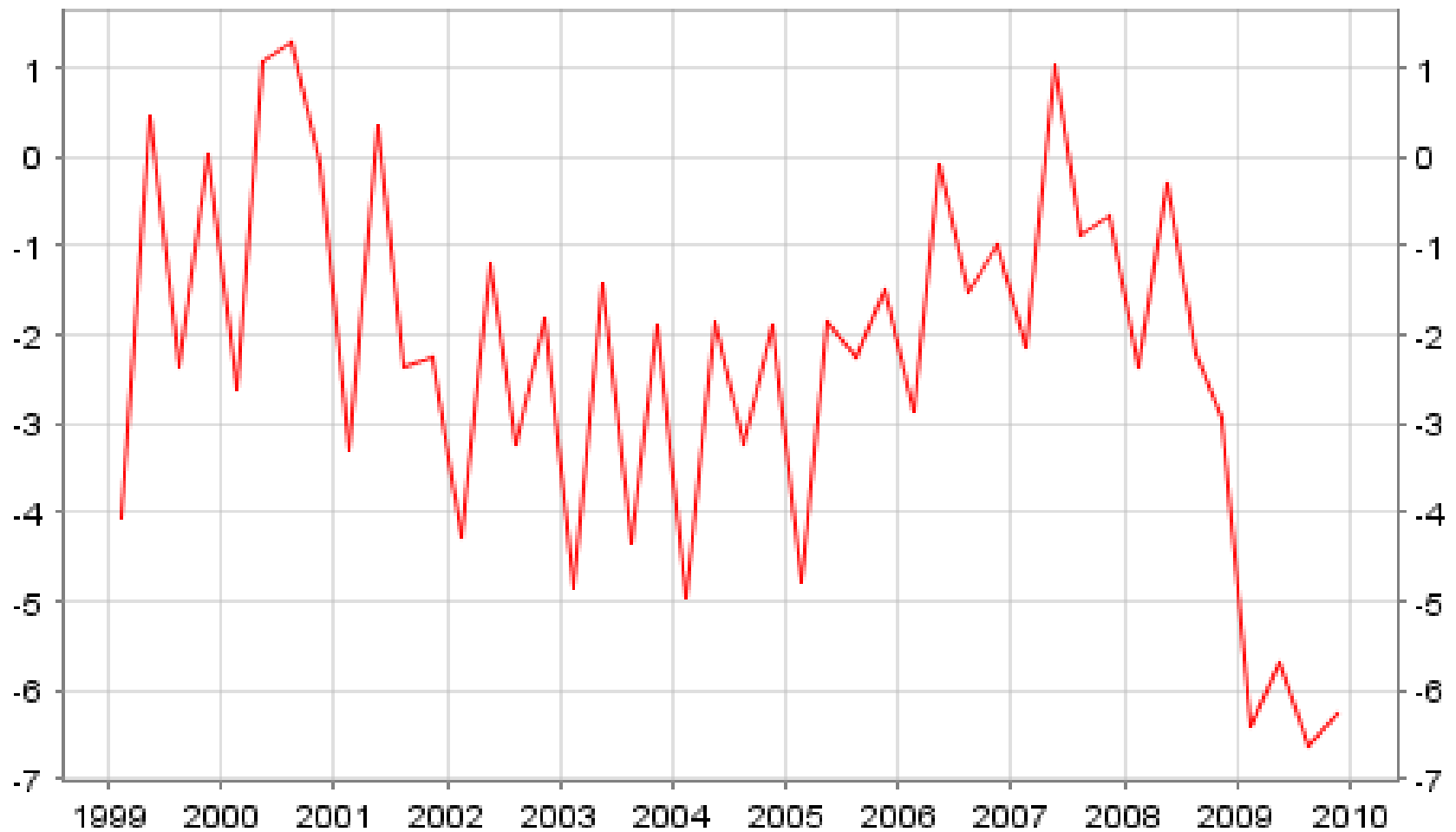


- BCE, 22 Junho 2010

Inflação

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

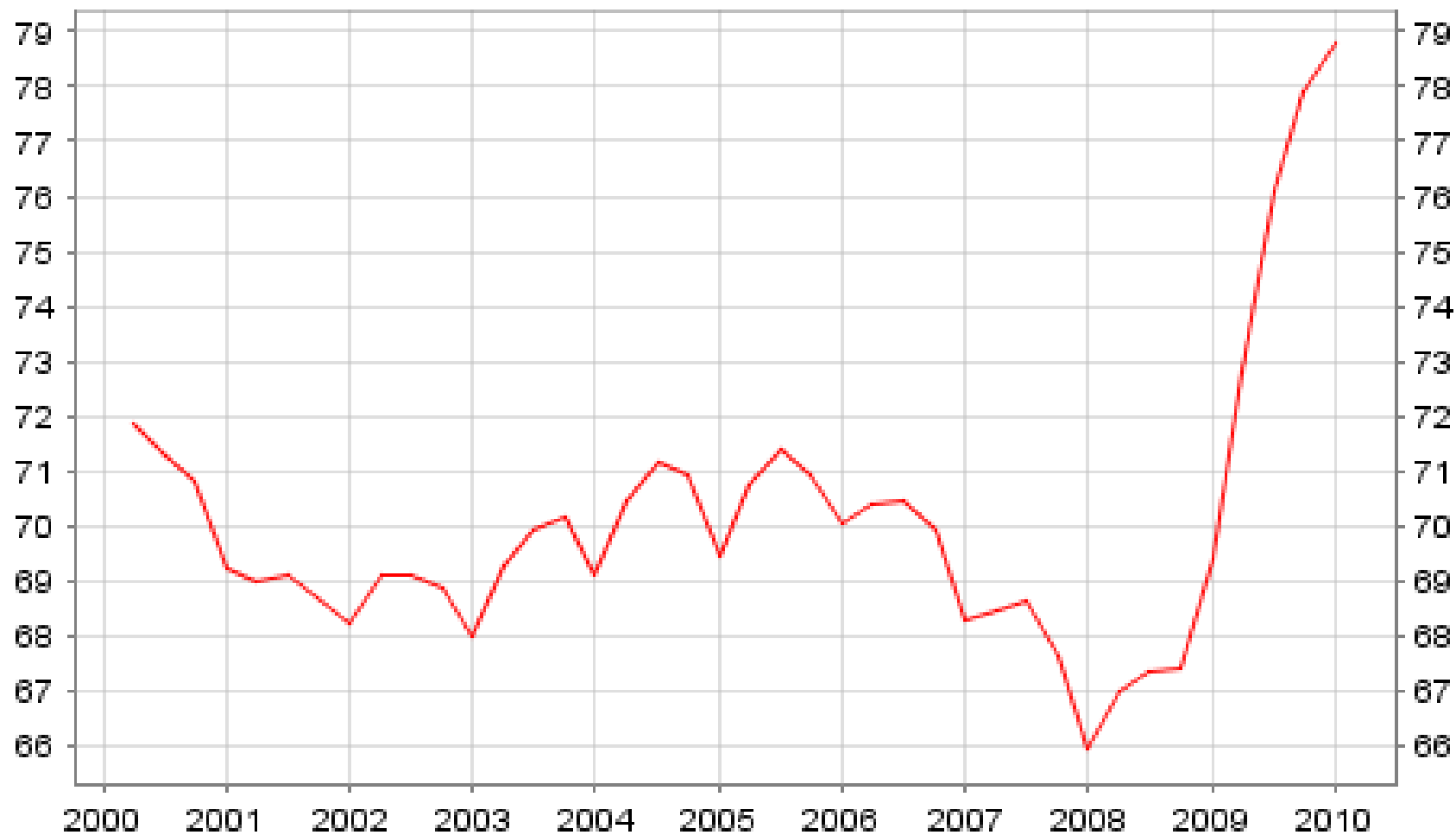
Saldo Orçamental (%PIB)



— GST.Q.I5.N.D1300.DEF.D00000.CU.G (Percent)

- BCE, Junho de 2010

Dívida Pública (%PIB)



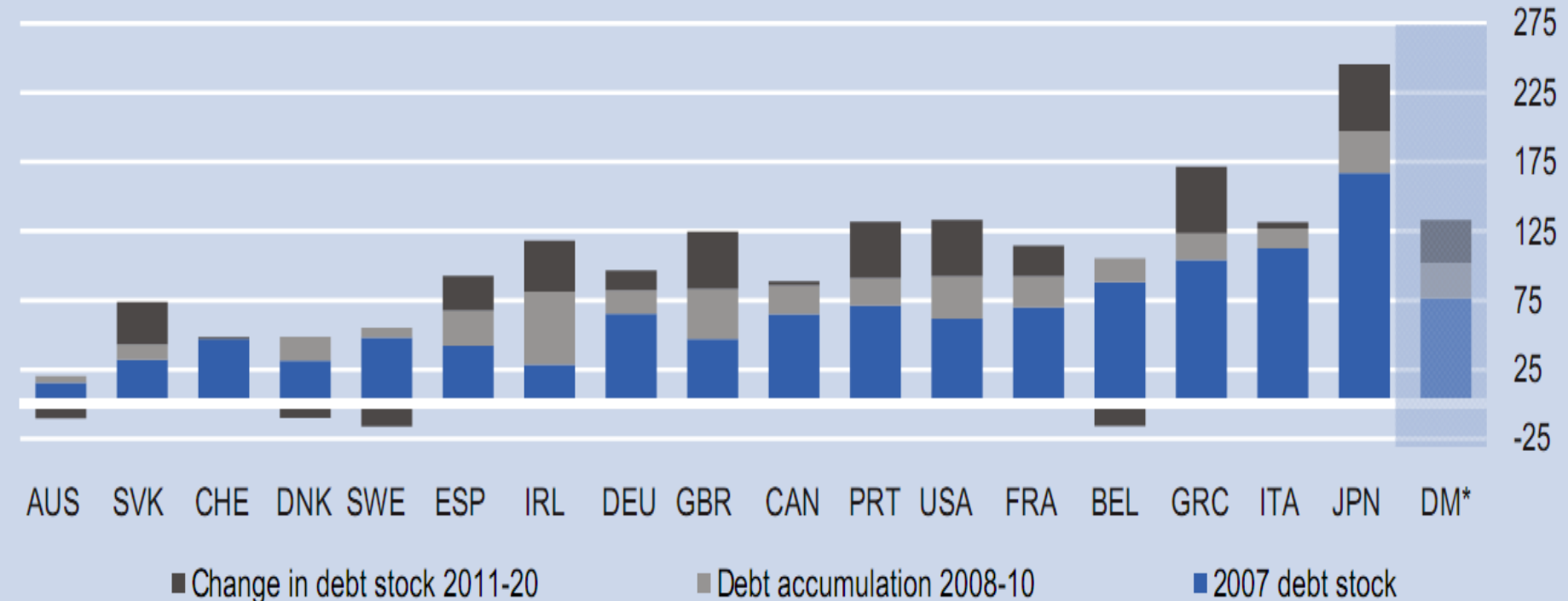
— GST.Q.I5.N.B0X13.MAL.B1300.SA.Q (Percent)

- BCE, Junho de 2010

Dívida Pública – Desenvolvidos e Emergentes

DMs: Baseline scenario for public indebtedness

Public debt, % of GDP (baseline)



*GDP-weighted.

Source: DB Research

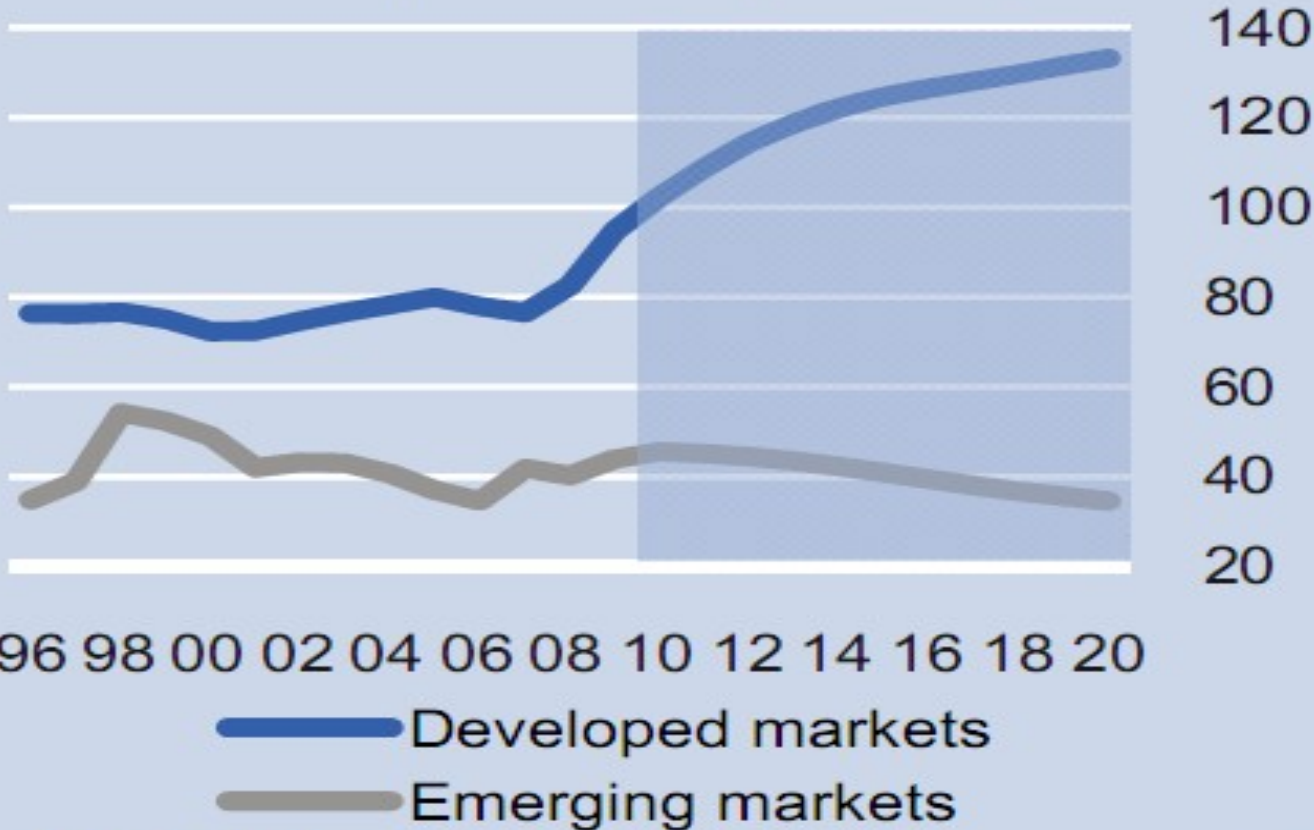
12

- 21 EM (emerging markets) 17 DM (developed markets)

Mundo Novo ?

Baseline debt scenario: Welcome to a new world!

Public debt*, % of GDP (baseline)



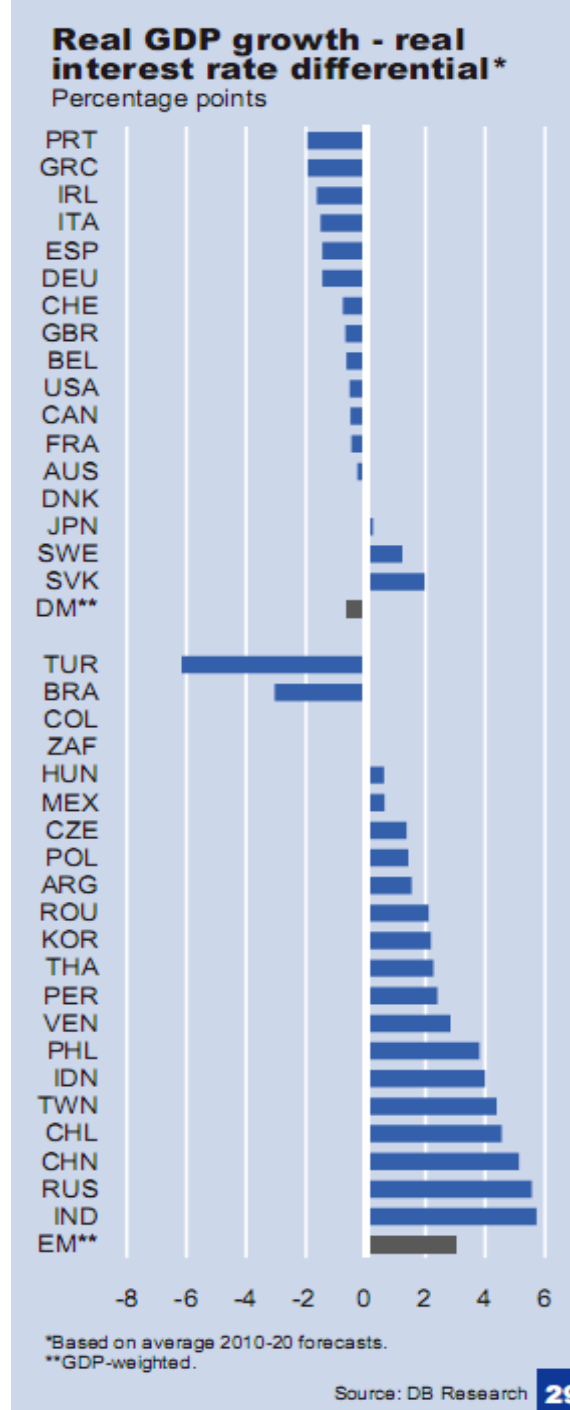
*GDP-weighted.

Source: DB Research

Algumas Contas Interessantes (Portugal)

R	d/Y	g	DIY	rDIY
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	

Insustentabilidade ...

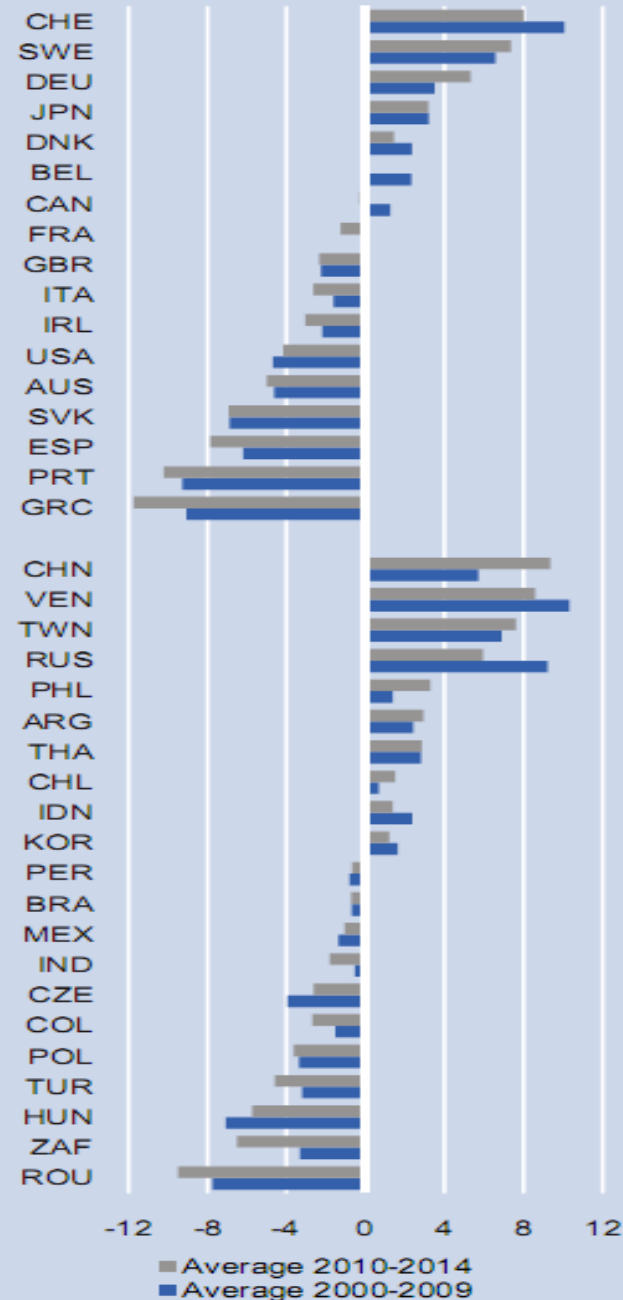


- DB

BTC ...

Current account balance

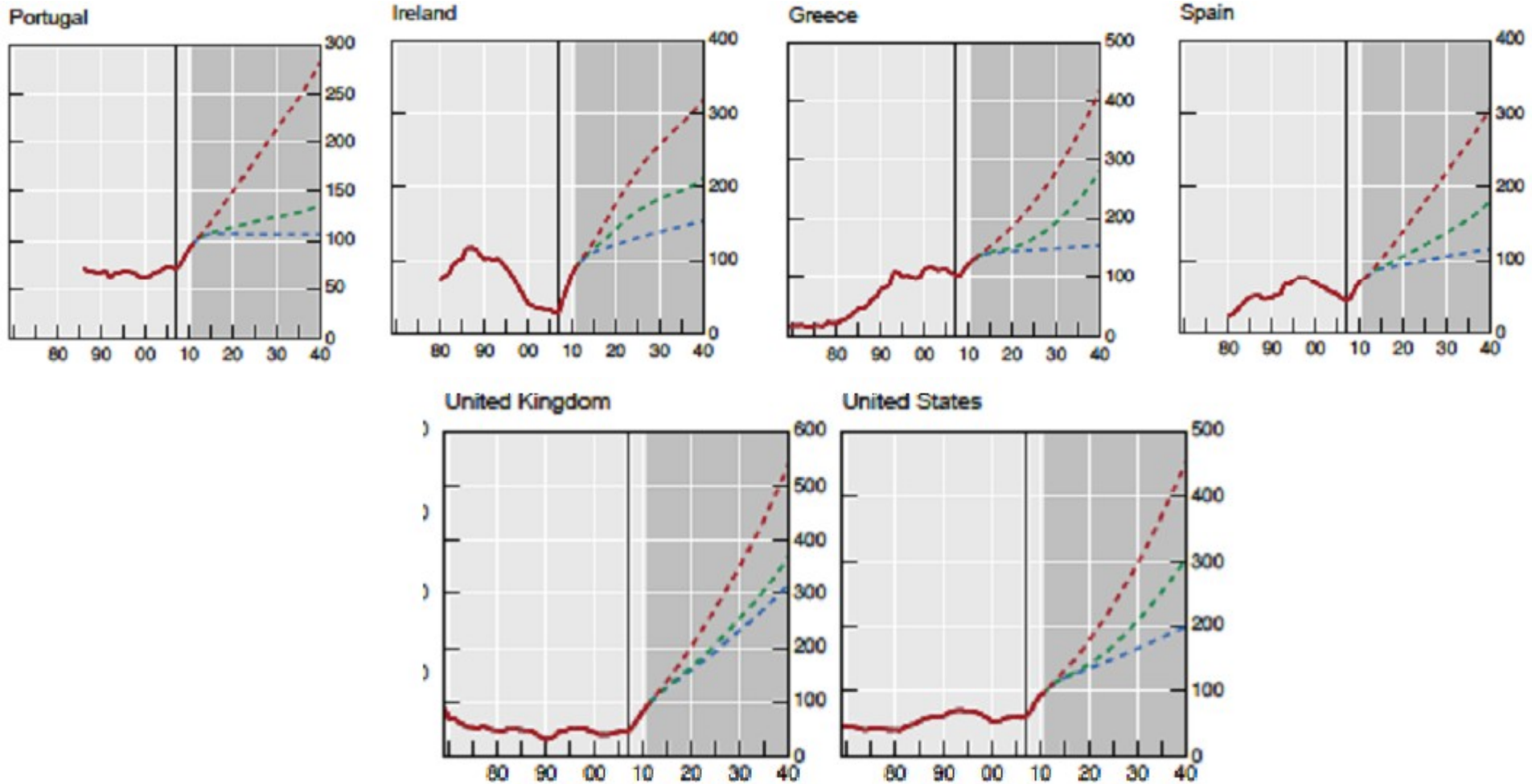
% of GDP



Sources: IMF, DB Research

- DB

Mal acompanhados ?



- Vermelho: cenário base; verde: ajustamento gradual reduzido; azul: o mesmo com pensões sem alterações (BIS e Niall Ferguson)

Niall Ferguson

PIGS

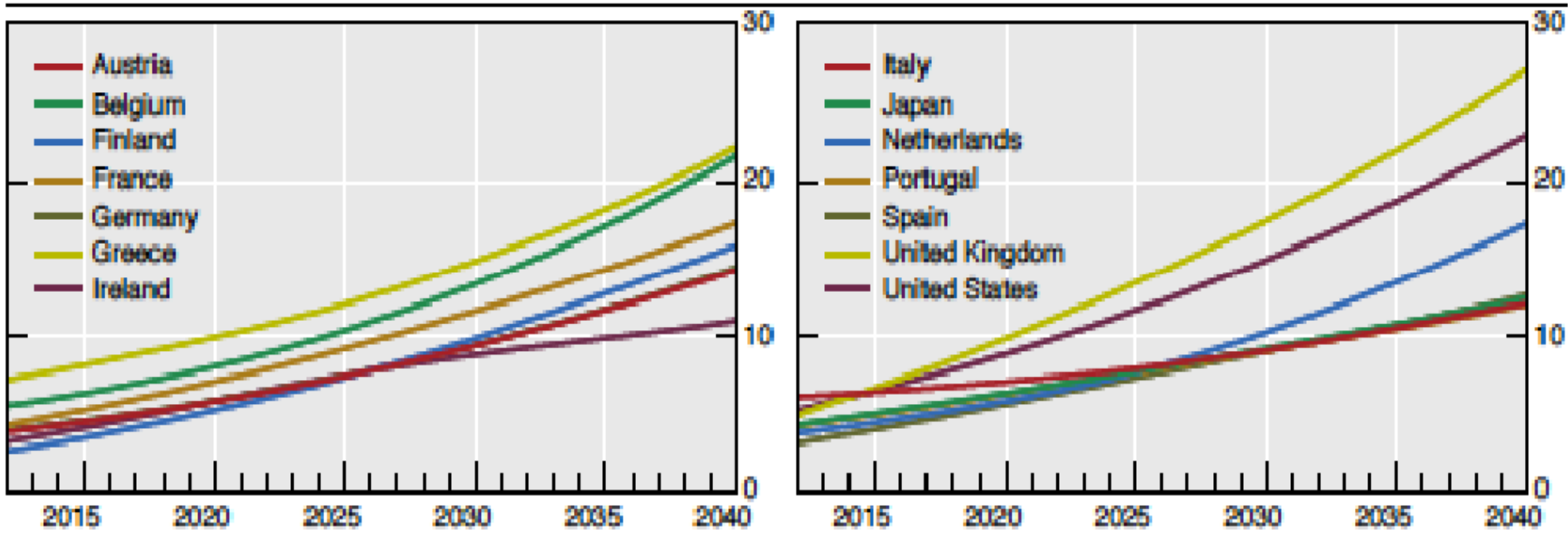
'R'

US

Peso da Dívida

Projected interest payments as a fraction of GDP

In per cent



PEC – Europa

- Maastricht e PEC: 3% de crescimento real e 2% de inflação
- É verdade que podemos ter um peso insuportável da DP (última coluna da Tabela acima)
- Mas com 60% e 2% de crescimento teremos um défice 1,2% do PIB
- Adaptar o PEC nesta altura é suicida

- 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

Mas ... e a Dívida Pública ? (Niall Ferguson)

- **Dívida Pública: que fazer?**
 - *Reduzir – Imprimir – ou Falir*
 - Os que reduzem são poucos e longínquos
 - Inglaterra, 1815-1914, reduziram as dívidas através de excedentes orçamentais, taxas de juro reduzidas e crescimento elevado (Império + pátria da revolução industrial)
 - Os que imprimem
 - Estados com soberania monetária
 - Estados com dívidas na sua própria moeda
 - Os insolventes
 - Estado com soberania monetária limitada
 - Dívidas expressas em moeda externa

Outras políticas para o SF?

- **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:** “trata-se de uma **ideia bastante mediocre**. 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)

Quadro IV.1. Saldos orçamentais

(em percentagem do PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo global	-6,1	-3,9	-2,6	-2,7	-9,3
Saldo primário	-3,5	-1,2	0,2	0,2	-6,4
Saldo estrutural ^(a)	-5,8	-3,9	-3,1	-2,8	-8,1
Saldo primário estrutural ^(a)	-3,2	-1,1	-0,3	0,1	-5,2

Notas: (a) Incluindo medidas anti-crise.

Os valores relativos a 2009 correspondem à estimativa do Relatório do Orçamento do Estado para 2010.

Fontes: INE e Ministério das Finanças e da Administração Pública.

Quadro IV.6. Saldos orçamentais

(Em percentagem do PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Saldo global	-9,3	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8
Saldo primário	-6,4	-5,1	-2,8	-0,6	1,3
Saldo estrutural ^(a)	-8,1	-7,3	-5,6	-3,8	-2,3
Saldo primário estrutural ^(a)	-5,2	-4,1	-1,8	0,3	1,8

Notas: (a) Corrigido de efeitos cíclicos, mas incluindo medidas anti-crise. Os valores relativos a 2009 correspondem à estimativa do Relatório do Orçamento do Estado para 2010.

Fontes: INE e Ministério das Finanças e da Administração Pública.

Quadro IV.2. Evolução da dívida pública

	2006	2007	2008	2009
Dívida pública consolidada (% PIB)	64,7	63,6	66,3	77,2
Varição em p.p. do PIB	1,1	-1,1	2,7	10,8
Efeito saldo primário	1,2	-0,2	-0,2	6,4
Efeito dinâmico	0,2	-0,2	1,6	4,1
Outros	-0,2	-0,6	1,3	0,4

Nota: O valor do efeito do saldo primário, para 2009, corresponde à estimativa do Relatório do Orçamento do Estado para 2010.

Fontes: INE e Ministério das Finanças e da Administração Pública.

Quadro 1

PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL: 2010-2011

Taxa de variação, em percentagem

	Pesos 2008	BE Primavera 2010			BE Inverno 2009		
		2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009	2010 ^(p)	2011 ^(p)
Produto Interno Bruto	100.0	-2.7	0.4	0.8	-2.7	0.7	1.4
Consumo Privado	66.5	-0.8	1.1	0.3	-0.9	1.0	1.6
Consumo Público	20.7	3.5	-0.7	-0.2	2.0	0.7	1.1
Formação Bruta de Capital Fixo	21.7	-11.1	-6.3	0.3	-11.7	-3.4	0.9
Procura Interna	109.6	-2.5	-0.5	0.2	-2.9	0.3	1.4
Exportações	33.0	-11.6	3.6	3.7	-12.5	1.7	3.2
Importações	42.5	-9.2	0.2	1.4	-10.8	0.3	2.7
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		0.1	0.9	0.6	0.5	0.4	-0.1
Procura interna		-2.8	-0.6	0.2	-3.2	0.3	1.5
do qual: Variação de Existências		-0.6	0.1	0.0	-0.5	0.1	0.0
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		-9.4	-8.8	-9.7	-8.2	-9.8	-11.3
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		-6.8	-6.3	-5.8	-6.5	-6.8	-7.0
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		-0.9	0.8	1.5	-0.9	0.7	1.6

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (p) - projectado. Para cada agregado apresenta-se a projecção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. As actuais projecções foram elaboradas com informação disponível até meados de Março de 2010.

Medidas adicionais e novas metas de consolidação Orçamental para 2010 e 2011

- As Novas Metas para o défice público passam a ser de 7,3% do PIB em 2010 (anteriormente 8,3%) e 4,6% do PIB em 2011 (anteriormente 6,6%).
- No que respeita a medidas para reduzir a despesa foi decidido:
 - (i) antecipar a **eliminação das medidas de estímulo à economia** para combater os efeitos da crise económica;
 - (ii) reduzir as transferências para o Sector Empresarial do Estado, reforçando a adopção de medidas de racionalização e suplementos remuneratórios não obrigatórios e do congelamento de admissões de pessoal;

Medidas adicionais e novas metas de consolidação orçamental para 2010 e 2011

- (iii) reforçar a redução da despesa na Administração Central, nomeadamente através da redução de consumos intermédios e por via do estabelecimento de limites de despesa aos Fundos e Serviços Autónomos, da cativação a suplementos remuneratórios não obrigatórios e do congelamento de admissões de pessoal;
- (iv) reduzir em 5% as remunerações de titulares de cargos políticos, gestores públicos e equiparados;
- (v) reduzir as despesas de capital;
- (vi) reduzir as transferências para as Administrações Regional e Local, ao abrigo do mecanismo estabilidade orçamental da Lei de Enquadramento Orçamental.

Medidas adicionais e novas metas de consolidação orçamental para 2010 e 2011

- No que se refere a medidas do lado da receita foi decidido:
 - (i) aumentar todas as taxas de IVA em 1 p.p. (taxas normal, intermédia e reduzida);
 - (ii) uma tributação adicional sobre o rendimento das pessoas singulares correspondente ao aumento de 1 p.p. nas taxas aplicáveis até ao 3º escalão de rendimentos e ao aumento de 1,5 p.p. a partir do 4º escalão de IRS e do aumento de 1,5 p.p. das taxas liberatórias de IRS;
 - (iii) aplicar uma sobretaxa sobre o rendimento das pessoas colectivas, através de um aumento de 2,5 p.p. em sede de IRC incidente sobre lucros tributáveis acima de 2 milhões de euros;
 - (iv) aplicar uma sobretaxa ao crédito sobre consumo;
 - (v) introdução de portagens em vias SCUT;
 - (vi) venda de participações do Estado em empresas.

Medidas adicionais ?

- Consolidações orçamentais expansionistas?
 - avaliadas % a probabilidade é pequena
 - sentido desta avaliação ?
 - Quantas crises deste tipo tivemos ?
- Crises financeiras são mais longas a ultrapassar!
- Crise financeira num momento de ruptura na organização económica internacional
- Facilitando a reorganização, que papel para a Europa (Portugal)?

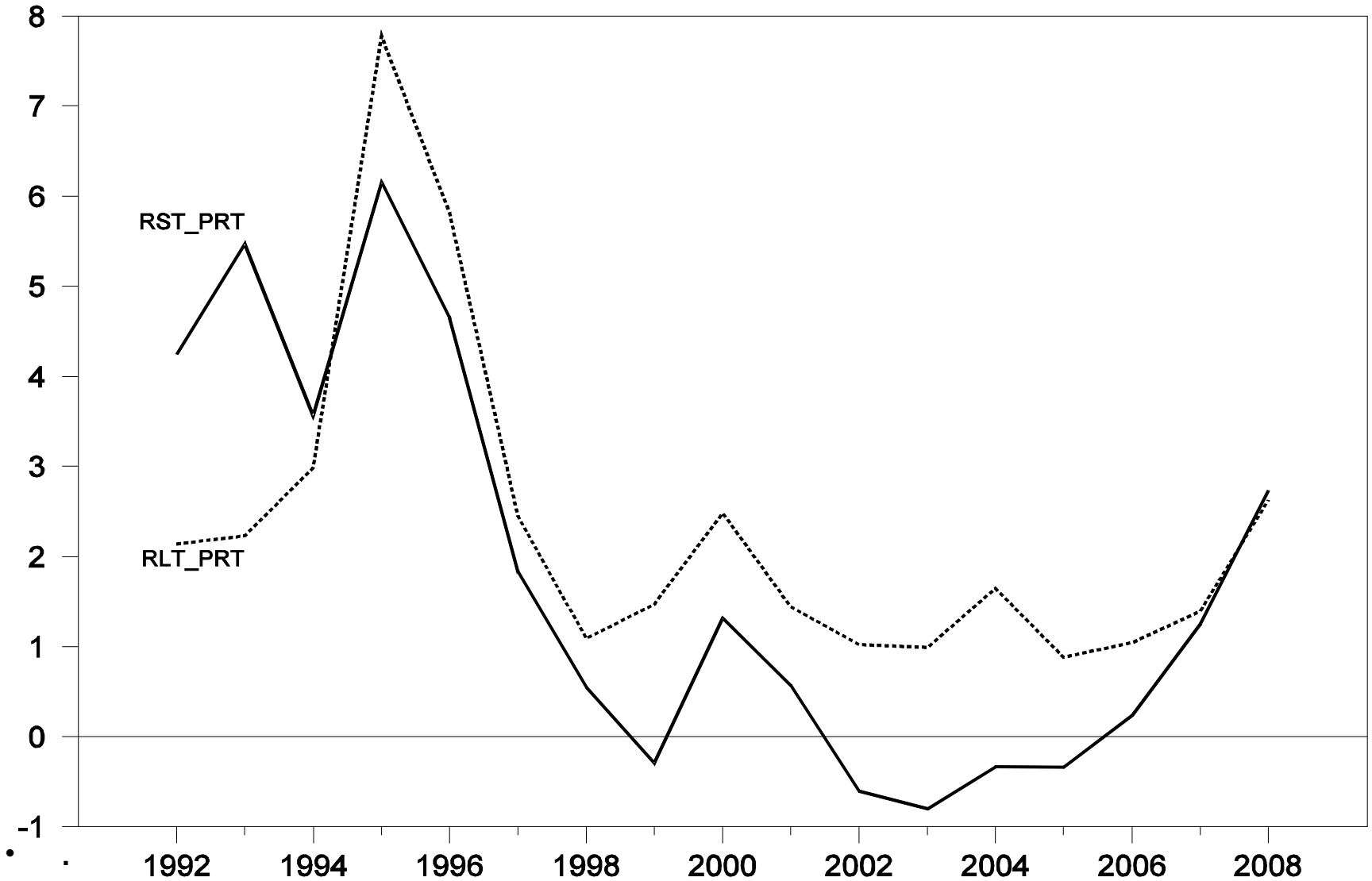
Pressões sobre Portugal

- **Pressões dos mercados financeiros**
 - Processo de destruição de uma economia
- **Pressões da C. Europeia**
 - Governo português com comportamento correcto
 - Contexto de grande incerteza sobre a evolução da economia
- **Salve-se quem puder:**
 - *stress tests* ao sistema bancário e a presidência espanhola
 - Exemplo de Obama: aumentar capitais sem recurso às ajudas do estado

Cá se fazem cá se pagam ...

Real Short and Long rate of interest

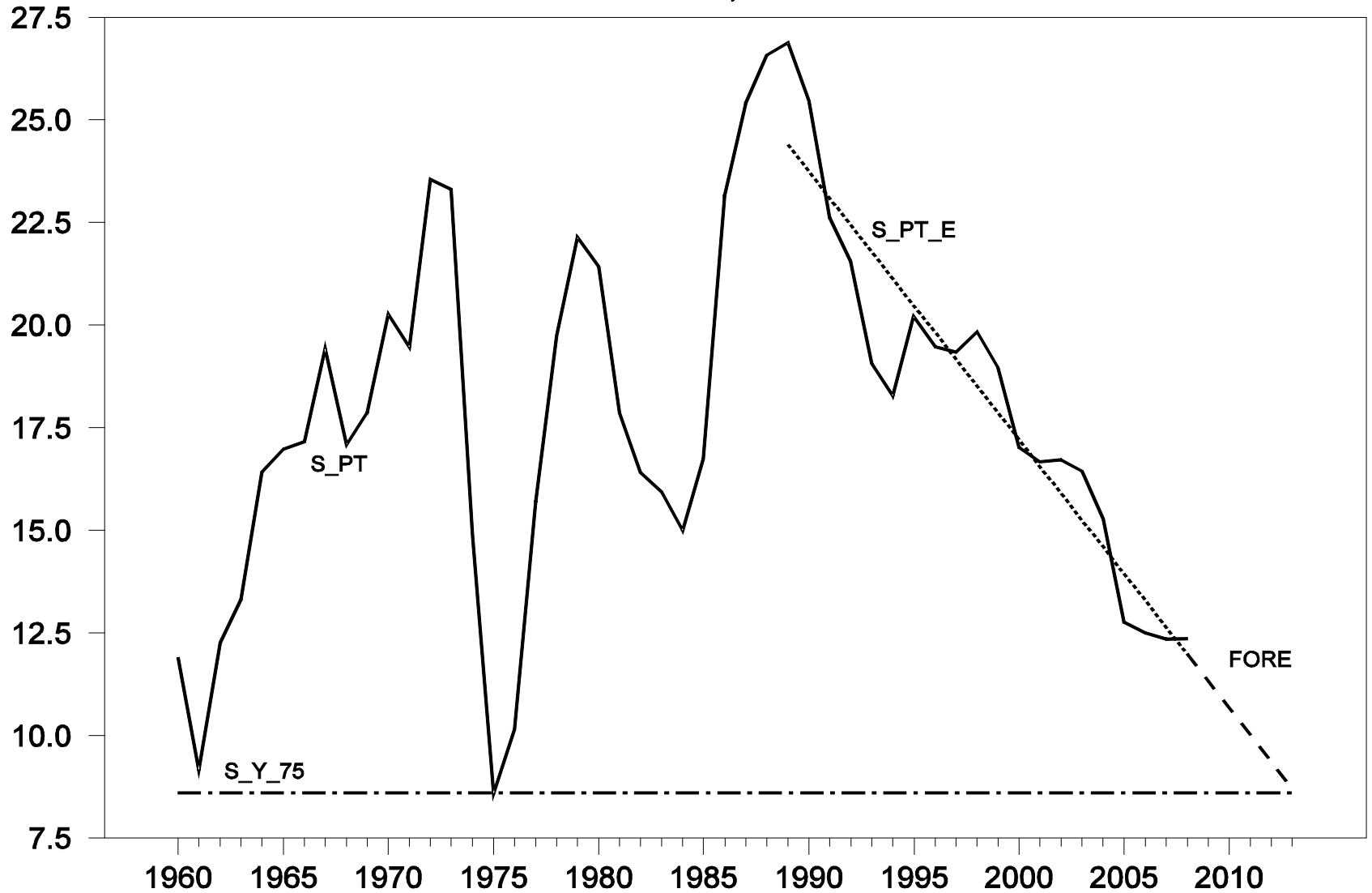
1992-2008



Cá se fazem cá se pagam ...

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

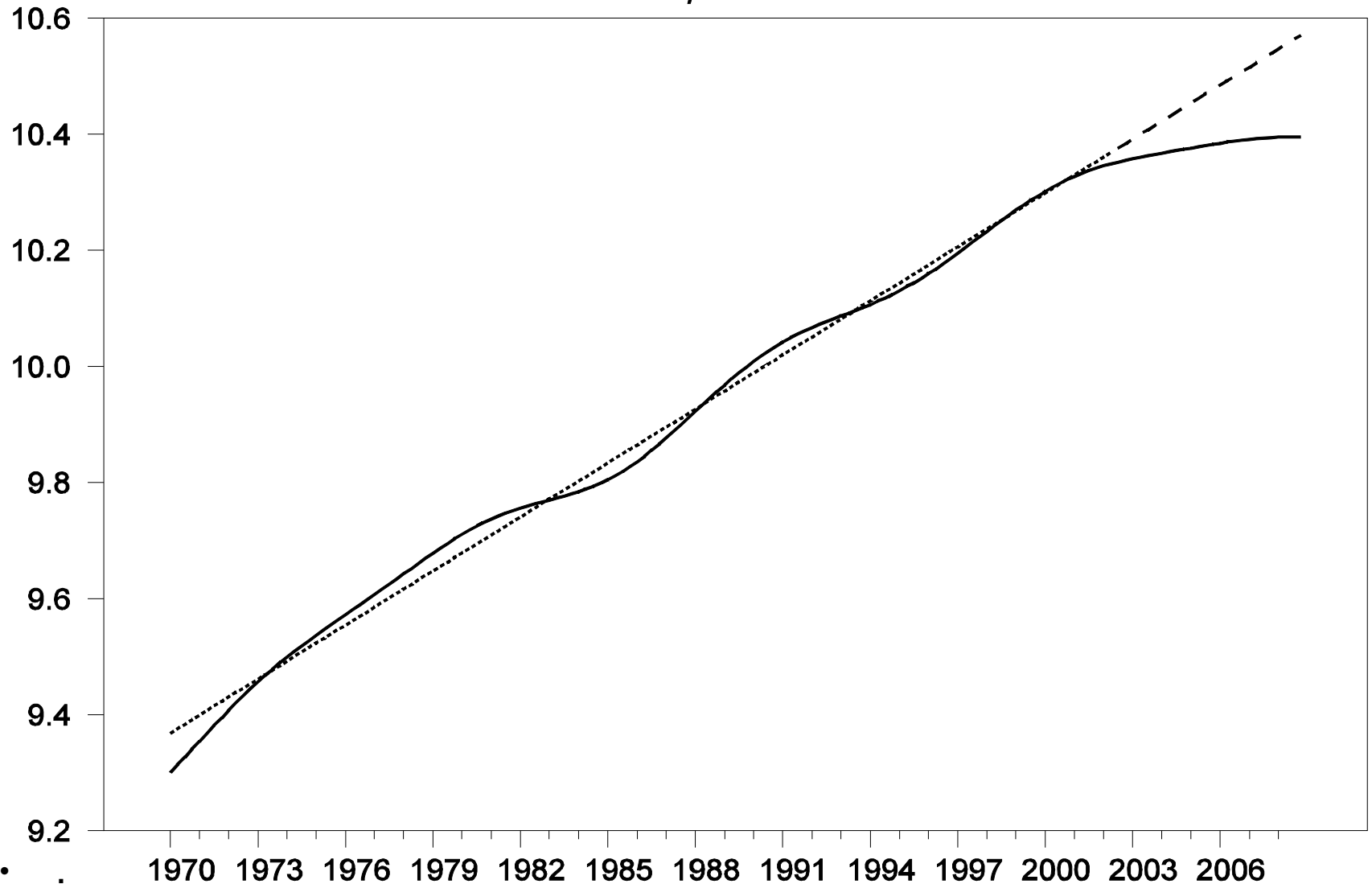
1960 - 2008, 2013



Cá se fazem cá se pagam ...

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

-17.5% Gap in 2008:4



Resultado da “doença australiana”?

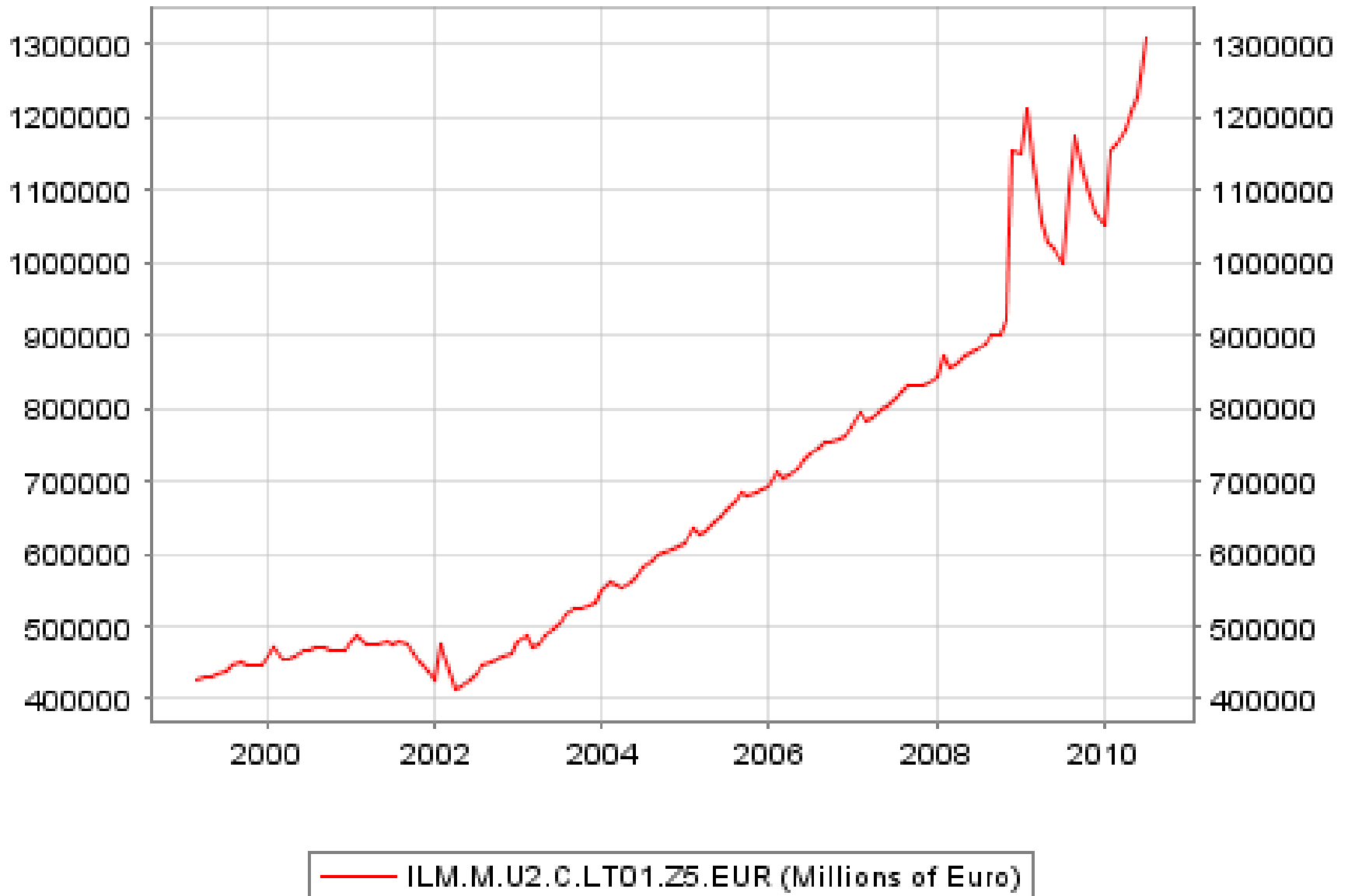
Empréstimos internos

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

Empréstimos Externos (BalPag)

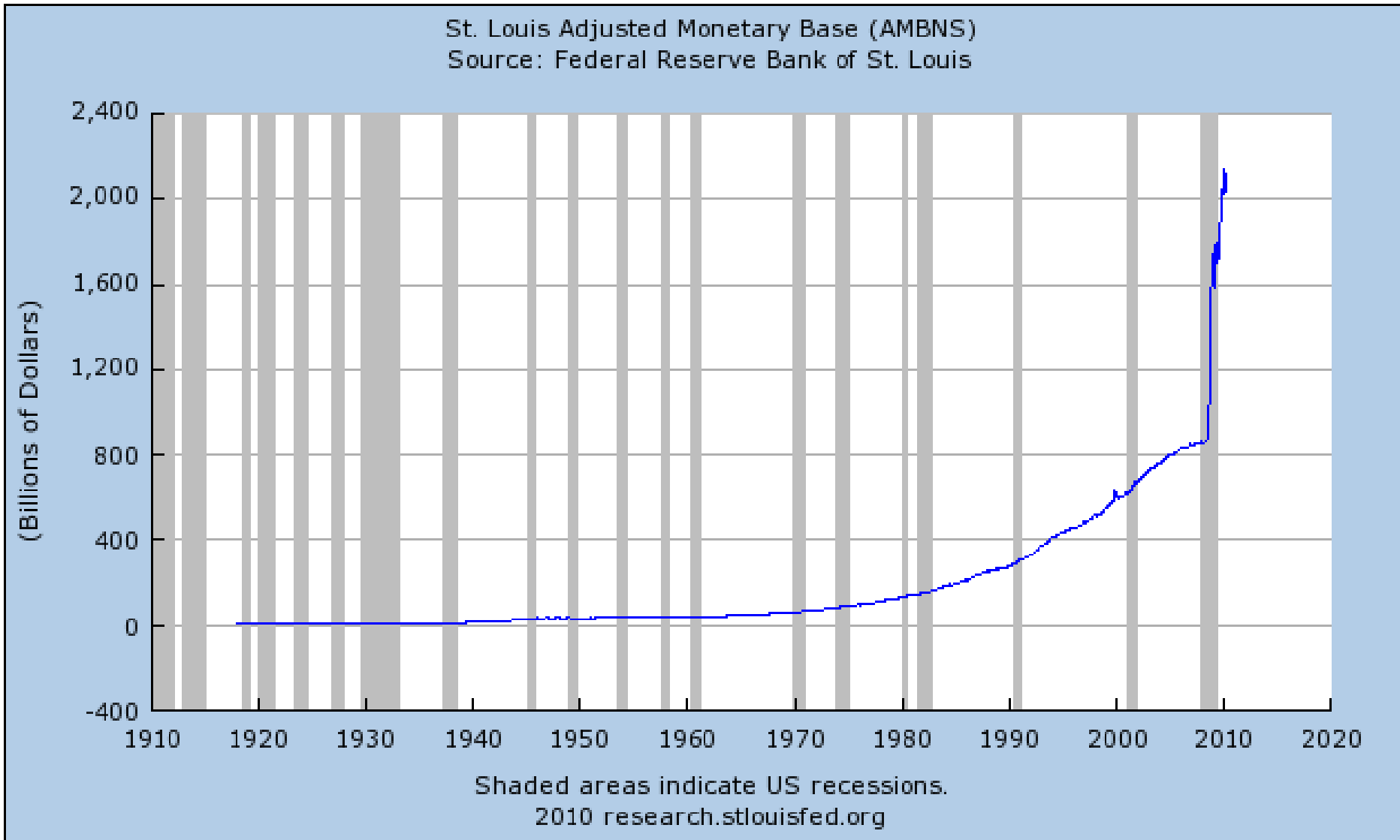
%PIB	2007	2008	2009	2010
AP	46.08	52.07	58.72	64.16
OIFM	10.41	17.25	28.10	44.09
OSR	13.85	13.68	14.69	15.39
Total	70.34	83.00	101.51	123.64

Problemas futuros com a PM



- BCE, 2010

Problemas futuros com a PM



- FRED, 2010

Ponto de vista norte-americano

- **Políticas orçamentais restritivas na Europa &**
 - Desvalorização do Euro
 - Suíça defendendo a não valorização da sua moeda
 - Obama: reduzir o défice público em 50% até 2013 (evitar 1937)
- **Recuperação norte-americana à custa de maiores desequilíbrios da BTC ?**
- **G20 e a estratégia de cooperação?**
- **O renminbi está desvalorizado entre 25%-40% (?)**
 - A PCambial da China viola todas as normas internacionais (FMI e OMC)
- **BTC: Alemanha, 5,5% do PIB; China, 6,2%. (2010)**
- **A valorização de 25%-40% do renmimbi equivale a 600 000 – 1 200 000 empregos nos EUA**

E europeu?

- **EuroL: 1% e 1,5% crescimento do PIB em 2010 e 2011**
- **USA: 3,1% e 2,6% idem**
- **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**

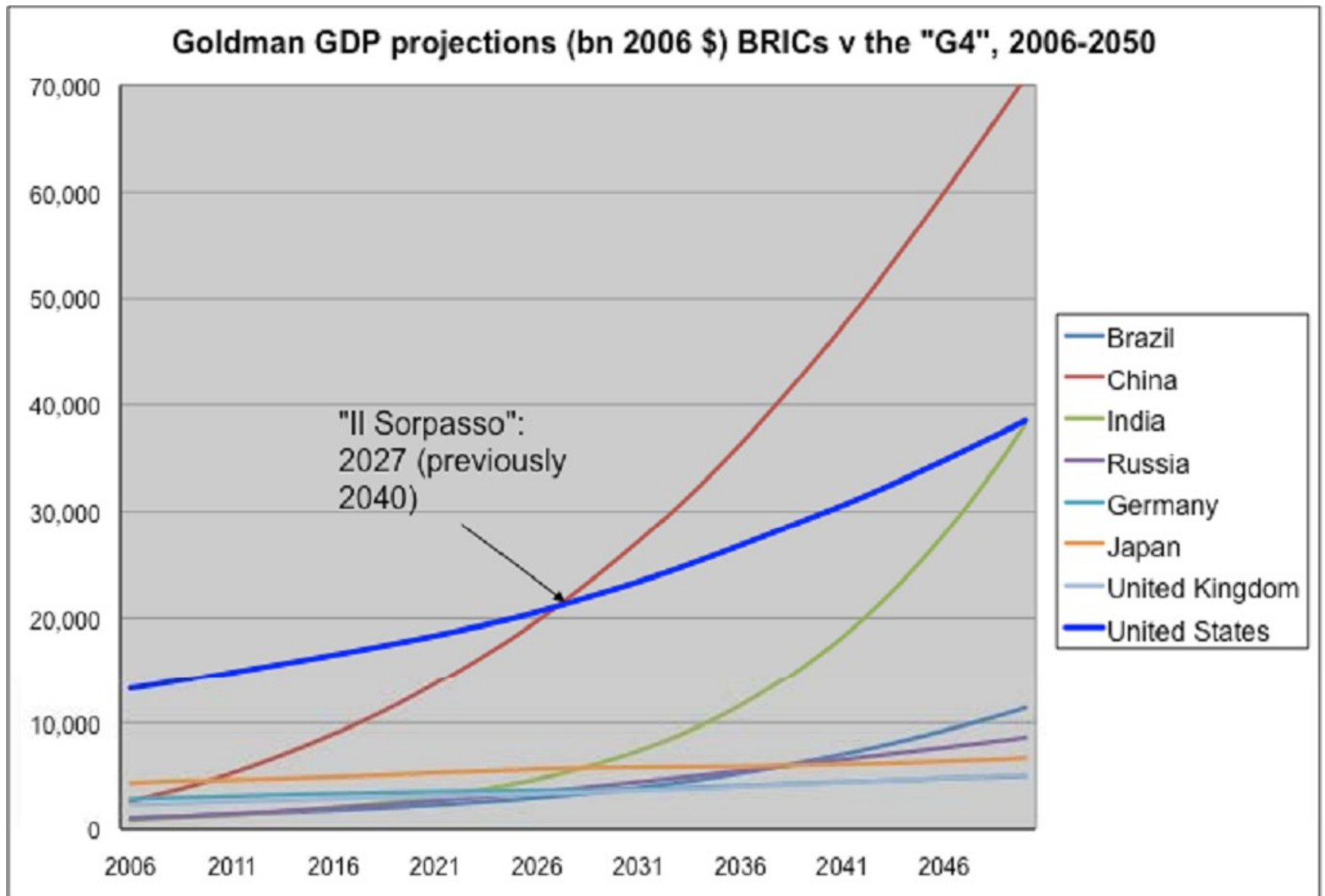
... E ainda ...

- Crescimento do Consumo Privado (%)

–	GER	USA
2004	0.09	3.4
2005	0.34	3.3
2006	1.26	2.84
2007	-0.35	2.61
2008	0.37	-0.25
2009	0.23	-0.6

- Política de retracção antiga na Alemanha (2% da CIA, URSS)
- Europa: estratégia de crescimento no curto prazo.
- O maior obstáculo: a Alemanha, **crece à custa do exterior não contribuindo para a retoma global**

Um Mundo Mesmo Novo ?



Source: Goldman Sachs

Futuro próximo ...



- (Niall Ferguson)