



INSTITUTO
FRANCISCO SÁ CARNEIRO

BCE, bancos e Governos: Lições da crise

Inês Domingos

Abstract: Durante a crise financeira e de dívida pública o BCE exerceu um papel importante de backstop para os Estados-membros da Área do Euro, intervindo no mercado secundário da dívida pública. As ligações entre a Banca e os Estados foram uma motivação importante para estas intervenções, já que as fragilidades de uns acentuaram as fragilidades dos outros acentuando o risco de falência de um banco sistémico ou de um Estado membro. Agora que a urgência da crise passou é necessário limitar as ligações entre os Estados e os bancos comerciais e desenvolver instituições que possam de forma sistemática exercer a função de backstop dos Estados-membros, de forma a permitir que o BCE regresse a uma política monetária mais convencional, limitando assim os riscos de inflação, de balanço do BCE e limitando o risco moral.

BCE, bancos e Governos: Lições da crise

Relações históricas entre os bancos centrais e os governantes

As ligações entre políticas monetária e orçamental são historicamente importantes. À medida que os bancos centrais se desenvolveram na Europa e mais tarde nos Estados Unidos, foram tomando um papel importante no financiamento da despesa do Governo e na cobrança de impostos, para além do seu papel no financiamento da economia.

No entanto, os riscos dessas ligações entre Governos e bancos centrais tornaram-se evidentes muito rapidamente. No caso do Banco de Inglaterra, a dívida pública aumentou incessantemente no século dezoito, subindo de 12 milhões no início do século até para 850 milhões de libras no final das guerras napoleónicas em 1815. Consequentemente, no final do século dezanove a queda das reservas do Banco de Inglaterra conduziu ao período denominado de Restrição, quando o Banco de Inglaterra suspendeu a troca de notas por ouro.

Entretanto, nos Estados Unidos, o estabelecimento de um banco central teve um começo pouco auspicioso. As primeiras duas tentativas de introduzir bancos centrais (First Bank e Second Bank) falharam devido à pressão por parte dos Estados com taxas de crescimento mais elevadas, que consideravam as políticas dos bancos centrais desadequadas às suas necessidades financeiras. O fim do Second Bank em 1841 conduziu a um período de banca livre em que os Estados periféricos e com taxas de crescimento mais elevadas implementavam políticas mais expansivas através dos seus bancos estatais, que eram efetivamente obrigados a aceitar os títulos de dívida pública como instrumento de reserva, independentemente da sua qualidade. O resultado é que bancos diferentes começaram a emitir notas com diferentes descontos face ao dólar. Os Estados que cresciam mais rapidamente e com dívidas públicas e privadas mais elevadas emitiam notas com descontos maiores, porque não havia controlo central sobre a quantidade ou qualidade das reservas desses bancos. O sistema aguentou-se enquanto a economia expandiu, porque a perceção do risco era relativamente reduzida: tal como tinha acontecido quando o First Bank nasceu, antecipava-se que em caso de problemas o Governo Federal assumiria as dívidas dos Estados.

Em 1837 uma recessão profunda de cinco anos conduziu à falência dos Estados mais fracos, porque o Estado Federal optou por não os resgatar. A dívida pública foi reestruturada e vários estados e bancos necessitaram de limpar os seus balanços. Em 1863 o National Banking Act estabeleceu um emissor único de notas e um Tesouro independente, efetivamente criando as condições para o desenvolvimento de um banco central moderno¹.

Ao longo do tempo, vários outros episódios de financiamento de dívida pública por bancos centrais tiveram consequências dramáticas na estabilidade macroeconómica, como a hiperinflação. O caso mais paradigmático foi a da Alemanha entre guerras, quando as autoridades imprimiam moeda para pagar dívida acumulada na Primeira Guerra Mundial e para pagar reparações aos aliados, que tinham sido determinadas pelo Tratado de Versaillies². A desestabilização económica no início dos anos vinte criou plantou as sementes do descontentamento que permitiu a subida to Terceiro Reich.

¹ Frieden (2016)

² Evans (2003)

O BCE durante a crise

Fruto desta experiência histórica, o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia garantiu que o Banco Central Europeu, estabelecido no dia 1 de janeiro de 1999, seria independente dos Estados membros. Segundo o Tratado, o BCE ou os Bancos Centrais Nacionais estão proibidos de oferecer qualquer tipo de crédito aos Estados-membros, incluindo a compra de dívida titulada pública nos mercados primários. O Tratado proíbe também o acesso privilegiado dos Estados ou instituições públicas a entidades financeiras, definindo assim a independência do Banco Central face aos Estados-membros da Área do Euro.

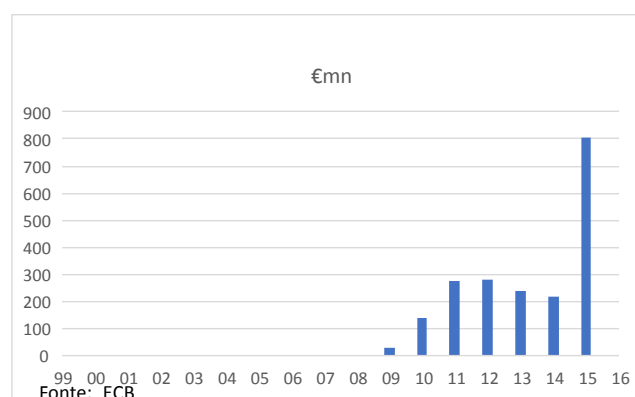
No entanto, à medida que a crise de dívida e a crise financeira de 2007-2013 se aprofundaram, tornou-se claro que a separação total entre o banco central e os Governos era impraticável devido aos vínculos entre os bancos comerciais e os governos. Por um lado, em vários Estados-membros os Governos tiveram de resgatar bancos que tinham acumulado créditos de baixa qualidade que se tornaram incobráveis. Por outro, bancos em países altamente endividados acumularam montantes significativos de títulos soberanos nos seus balanços que os tornaram vulneráveis à crise da dívida pública.

O Banco Central Europeu, que de facto se tornou o credor de último recurso para os bancos comerciais, foi obrigado em três ocasiões a considerar comprar dívida soberana nos mercados secundários: primeiro, em maio de 2010, com o Securities' Market Programme (SMP), segundo em setembro de 2012, no pico da crise da dívida soberana, com o programa Outright Monetary Transactions (OMT), que na realidade não chegou a ser implementado, e por fim, em março de 2015 com o Public Sector Asset Purchase Programme (PSPP).

Havia três motivações para estes programas: ultrapassar as limitações de um mecanismo de transmissão monetária perturbado, preservar a estabilidade financeira e garantir que os preços dos títulos de dívida soberana fossem justos para evitar que uma crise de liquidez (ausência de procura) se transformasse numa crise de solvência (incumprimento da dívida). O último programa tinha ainda o objetivo de aumentar a quantidade de moeda efetiva a circular na economia.

Em situação de emergência e na ausência de outras instituições que fossem igualmente eficazes, o BCE optou por implementar esta política monetária não convencional, conhecendo os riscos, para evitar o risco potencialmente maior de um Estado membro ou de um grande banco da área do euro da Área do Euro falirem. No entanto, à medida que a situação se normaliza, é justo perguntar se estas três finalidades para intervir no mercado de títulos soberanos não poderão ser melhor atendidas no futuro por outras instituições.

Gáfcio 1: Títulos, including Obrigações do Governo, no balanço do BCE e dos bancos centrais nacionais, milhões de euros



Transmissão monetária e inflação

Em tempos normais, o aumento da base monetária conduz a um aumento do stock monetário (por exemplo M3) através do efeito multiplicador. Por sua vez, isso pode criar inflação, e no limite hiperinflação, se não houver um aumento da produção³. O risco de inflação durante a crise financeira foi muito limitado, dado que o mecanismo de transmissão monetária era ineficaz e os bancos, com o objetivo de reforçar os seus balanços e para fazer face a riscos limitaram a concessão de crédito à economia. O presidente do BCE, Mario Draghi, disse com toda a clareza em 2012 que o programa OMT se justificava como um meio para cumprir o mandato do BCE de preservar a estabilidade financeira e de preços na área do euro:

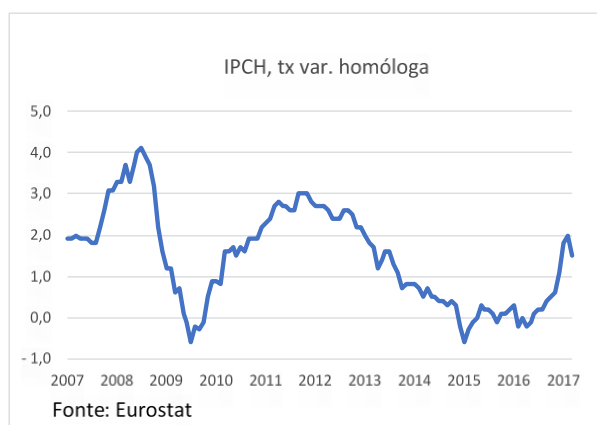
“Temos evidências substanciais, significativas e importantes de que a área do euro está neste momento fragmentada. Observamos isso a partir de uma variedade de indicadores: não só o nível dos juros e os spreads, mas também a volatilidade, e especialmente as condições de liquidez em muitas partes da área do euro. Assim, as ações que tomámos hoje estão orientadas para a reparação dos canais de transmissão da política monetária de forma a que nossa política monetária possa atingir seu principal objetivo, isto é, manter a estabilidade de preços. Por outras palavras, estas decisões são necessárias para restabelecer a nossa capacidade de prosseguir o objetivo da estabilidade de preços na área do euro e restabelecer a solidez da política monetária na área do euro”⁴.

É curioso notar que, para restaurar a unidade da política monetária e reduzir a fragmentação da área do euro, o BCE recorreu a uma política orientada especificamente para as fragilidades de um punhado de Estados-Membros que desrespeitaram as regras inicialmente configuradas para evitar precisamente os problemas eventualmente emergiram.

De qualquer forma, a responsabilidade de assegurar que o mecanismo de transmissão monetária funciona adequadamente é claramente do banco central. Quando os fatores fora do controle o danificam, o banco central deve usar todos os instrumentos à disposição para repará-lo ou ultrapassar as suas limitações. Por conseguinte, é desejável que, no futuro, no caso de uma crise semelhante, o BCE intervenha novamente para prosseguir este objetivo.

No entanto, em condições normais de financiamento, o banco central deve regressar às ferramentas convencionais de política monetária para evitar a aceleração da inflação. Neste momento não há sinais de acumulação de liquidez pelos bancos e a inflação regressou a taxas compatíveis com a estabilidade de preços de acordo com o mandato do BCE. Portanto, a motivação do mecanismo de transmissão monetária defeituosa para a compra de títulos aparentemente desapareceu.

Gáfico 2: Inflação na Área do Euro



³A relação quantitativa da moeda pode ser definida como: $M / P = Y / V$, onde M é o stock de moeda, P é o índice de preços, Y é o produto e V a velocidade do dinheiro, que depende da taxa de juro. A equação indica que, se o produto se mantiver inalterado, um aumento da moeda se transforma em inflação.

⁴Tradução da autora. Mario Draghi, Conferência e imprensa, 6 de setembro de 2012. <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>

Estabilidade financeira e apoio governamental

A visão de que o BCE deve atuar como credor de último recurso para bancos comerciais resulta do facto de que a falência de grandes bancos sistémicos pode levar uma corrida aos bancos (e vice-versa), com um impacto incerto sobre a sustentabilidade de toda o sistema, sobre a capacidade de financiamento da banca e sobre o produto. É amplamente aceite que este papel é importante, mas deve ser acompanhado de regras mais rigorosas sobre a tomada de riscos pelos bancos. Esta reflexão motivou mudanças importantes na supervisão bancária na União Europeia desde 2012, através da implementação da União Bancária, que estabeleceu um Mecanismo Único de Supervisão, um Mecanismo Único de Resolução e prevê criar mais tarde um Regime Único de Seguro de Depósitos.

No entanto, as vantagens de usar sistematicamente o BCE como um backstop para a dívida pública são menos claras. Do ponto de vista económico, o argumento para resgatar um país depende se o país é ilíquido ou insolvente. Uma nação é ilíquida quando não há compradores para a dívida do governo. A insolvência significa que a dívida existente é impagável. Muitas vezes, a distinção entre ambas as situações é pouco clara, portanto, assumiremos que estamos lidando com estados solventes.

Na crise de 2007-2013, o motivo da intervenção do BCE para apoiar os Estados-membros foi reforçado pelas ligações significativas entre os bancos e os Governos. Pode argumentar-se que esses vínculos tornaram impossível resgatar um sem resgatar o outro.

Com efeito, os bancos foram acumulando montantes significativos de dívida pública nos seus balanços, para usar, entre outras coisas, como colateral para operações de refinanciamento junto do BCE. A parcela dos títulos de dívida soberana em percentagem do total de ativos aumentou à medida que a dívida pública subia, particularmente nos casos de Chipre, Grécia e Portugal. O aumento mais acentuado foi registado em Portugal, onde esta parcela aumentou quase quatro vezes entre o início da crise financeira global em 2007 e 2010, alguns meses antes do resgate. À medida que o valor desses títulos diminuiu e porque a Autoridade Bancária Europeia recém-criada exigiu em outubro de 2011 uma alteração na forma como os bancos registavam o valor dos títulos, os balanços dos bancos deterioraram-se acentuadamente. O caso da Irlanda é diferente, uma vez que o vínculo entre o Estado e os bancos comerciais resultou da nacionalização dos bancos após a crise financeira.

Apoiar o setor financeiro e os bancos solventes, parece, portanto, ter sido uma decisão apropriada. Na ausência de instituições que sejam fortes e credíveis junto dos mercados nos primeiros meses da crise financeira, pode-se também aceitar que o apoio do BCE aos bancos e Estados era necessário e, de facto, desejável. No entanto, é menos claro que o BCE deva assumir esse papel de forma permanente no longo prazo.

Riscos do financiamento monetário da dívida pública

Um dos principais desenvolvimentos na atividade dos bancos centrais foi a separação entre política monetária e política fiscal. Transformar o BCE em credor de último recurso para os Estados seria um passo atrás no tempo por três motivos.

Inflação: a compra de dívida para financiar os governos aumenta o stock de moeda, o que, se não for acompanhado por um aumento na produção, pode, numa situação de funcionamento normal do mecanismo de transmissão monetária, conduzir a um aumento da inflação.

Perdas dos bancos centrais e política orçamental: os bancos centrais possuem diferentes tipos de ativos que podem gerar perdas. Portanto, o banco central precisa gerir riscos com cuidado. As suas operações de refinanciamento, através das quais trocam títulos (incluindo obrigações do Estado) por liquidez, são normal-

mente de curto prazo e obedecem a regras rigorosas sobre o seu risco inerente. A detenção de títulos de dívida soberana, possivelmente de Estados ilíquidos, por um período prolongado pode aumentar os riscos para níveis inaceitáveis, pois as perdas nesses ativos equivalem efetivamente a operações de política fiscal, já que os contribuintes terão que financiar o banco central (Goodfriend 2013).

Risco moral: o risco moral é o risco de que a compra de dívida pública e a manutenção de taxas baixas não levem à redução da dívida dos Governos, mas sim incentivem gastos adicionais. O risco moral existe sempre que há um backstop para perdas. Isso significa que, para existir um credor de último recurso dos Estados-membros, é necessário que outra instituição limite a tomada de riscos pelos Estados. Na Área do Euro, a política fiscal é responsabilidade dos Estados membros e os limites à tomada de risco têm sido ineficientes. As regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) que limitam o défice e a dívida foram muitas vezes quebradas desde a sua criação sem consequências e o novo Tratado Orçamental que impõe regras mais detalhadas ainda não foi significativamente testado. Na ausência de um mecanismo de supervisão eficaz para limitar o endividamento do Estado para além dos níveis consistentes com a sustentabilidade da dívida, o BCE, que tem recursos ilimitados para financiar a dívida do governo através da impressão de dinheiro, não deve ser o backstop permanente dos Estados.

Reforma institucional da Área do Euro

Limitar a exposição dos Estados ao sector financeiro e vice-versa poderia ser um passo importante para reforçar a economia europeia já que reduziria a necessidade de o Banco Central intervir no mercado secundário de títulos de dívida soberana. Por enquanto, não existem planos para limitar a quantidade de títulos de dívida soberana detidos pelos bancos. No entanto, os conflitos de interesse foram minimizados pela União Bancária, que assumiu a supervisão e resolução de bancos sistemicamente importantes, e pela Direção Geral da Competição da Comissão Europeia, que exige remédios significativos em caso de auxílio estatal ao setor financeiro. Ainda assim, a União Bancária permanece incompleta sem um Fundo de Resolução comum nem um regime único de Garantia de Depósitos.

Agora que a urgência da crise passou é importante refletir sobre a criação de uma instituição Europeia para apoiar os Estados em dificuldades (ilíquidos, mas não insolventes) de forma permanente. Embora os riscos acima limitem o papel do BCE como credor de último recurso para os Estados, o Mecanismo Europeu de Estabilidade, que atualmente pode endividar-se nos mercados financeiros para financiar Estados-Membros que foram apoiados por um programa de assistência financeira, seria um forte candidato a esse papel. No entanto, seria provavelmente necessária uma reforma do MEE para o transformar num verdadeiro Fundo Monetário Europeu. Para dar apenas dois exemplos:

- A capacidade do MEE de apoiar os Estados é, ao contrário do BCE que pode imprimir dinheiro, limitada à confiança do mercado no capital do MEE e na capacidade dos seus membros para financiá-lo, se necessário. Mas se a coordenação da política orçamental no novo enquadramento do Tratado Orçamental for eficiente então isso não deverá por problemas. Ainda assim, seria eventualmente necessário reforçar o seu capital.
- Neste momento o cesso ao MEE depende de um programa de condicionalidade e da anuência de todos os Estados-membros fundadores. Seria necessário despolitizar o MEE tornando-o uma instituição mais técnica, permitindo que o acesso ao seu financiamento fosse mais dependente de uma análise económica do que política.

Os desafios colocados pelo Brexit, pela nova administração Trump e pelas crises financeira e de dívida demonstraram a capacidade da Europa de manter o seu espírito reformista. Nos últimos doze meses só a Comissão Europeia publicou dois Livros Brancos sobre a reforma institucional da União Europeia. O PPE também apresentou dois documentos com a sua visão para o futuro. É importante aproveitar esta oportunidade para avançar efetivamente no sentido de uma coordenação e gestão das políticas económicas e financeiras da UE mais resiliente aos choques.

Bibliografia

Paul de Grawe (2011). The European Central Bank as a lender of last resort. VOX EU

Jeffrey Frieden (2016). Lessons for the euro from early American monetary and financial history. Bruegel essay and lecture series. Brussels. Bruegel

Evans, Richard J. (2003). The Coming of the Third Reich. New York City: Penguin Press.

Goodfriend (2013). Lessons Learned from a Century of Federal Reserve Last Resort Lending. Testimony before the Subcommittee on Monetary Policy and Trade Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. Washington, D.C.