



**INSTITUTE OF
PUBLIC POLICY**

L I S B O N

POLICY BRIEF

11

Reforma da área do euro: comentário português
a uma proposta franco-alemã

Miguel Faria e Castro miguel.fariaecastro@stls.frb.org

Ricardo Reis r.a.reis@lse.ac.uk

Ricardo Cabral rcabral@uma.pt

Motivação

Apesar de ter navegado com sucesso pela crise económica e financeira de 2010-12 que enfrentou na sequência da Grande Recessão, a União Económica e Monetária Europeia permanece incompleta. Embora as suas falhas estejam bem identificadas, um certo consenso sobre o diagnóstico – em si mesmo difícil de atingir – não está ainda acompanhado por um acordo semelhante quanto à direção que a sua reforma deve tomar. Apesar de extenso debate académico sobre o tema e de propostas significativas e abrangentes ao mais alto nível político, nomeadamente por parte da Comissão Europeia, os estados membros da zona euro ainda não conseguiram chegar a acordo para a adoção de reformas institucionais e novos instrumentos de política, parecendo que as condições políticas nunca estão suficientemente amadurecidas. Em 2016, foi o Brexit. Em 2017, eleições em França e na Alemanha. 2018 era inicialmente visto como uma “janela de oportunidade”, como assinalavam o Presidente da Comissão Jean-Claude Juncker e mais tarde o líder do Eurogrupo Mário Centeno, mas parece que o compromisso permanece inatingível.

Um recente artigo da autoria de um conjunto de conhecidos economistas franceses e alemães (Benassy et al., 2018) reflete uma proposta franco-alemã composta por diversas medidas de reforma para o Euro. Baseado em trabalho recente sobre o assunto, procura mostrar que um acordo em termos puramente técnicos é possível entre França e Alemanha, as duas maiores economias (e “pesos-pesados” políticos) da zona euro. Embora a intenção seja sobretudo a de dar um contributo académico positivo para a discussão, com recomendações claras que guiem os decisores, parece também implicar que, se um acordo franco-alemão é possível no palco académico, também o deveria ser no palco político.

Porém, embora o acordo entre os dois países nucleares de cada lado do Reno seja uma condição necessária, não é, certamente, suficiente. Outros estados membros, grandes e pequenos, a Norte e a Sul, também têm um papel importante em influenciar uma eventual conclusão reformista.

O presente *policy brief* apresenta alguns comentários construtivos à proposta franco-alemã de três economistas portugueses, Miguel Faria-e-Castro, Ricardo Reis e Ricardo Cabral. Foca-se em aspetos macro-financeiros desta proposta que têm em comum um elemento fundamental da política económica no Euro, a saber, a gestão da dívida pública no contexto do Euro, descentralizada na ausência de uma obrigação soberana comum na união monetária (ao contrário do que acontece nos EUA). São abordadas as recomendações para melhorar a regulação bancária (e o apoio ao setor bancário através de uma garantia de depósitos ao nível do Euro), a estabilidade nos mercados financeiros (através de um ativo seguro para a zona euro) e a gestão de crises financeiras (através de um mecanismo de reestruturação de dívidas pré-estabelecido). A relevância particular destes aspetos da proposta franco-alemã para o caso português, tendo em conta a dimensão dos desequilíbrios acumulados nos setores público e bancário durante o longo período de estagnação desde a entrada no euro (e a crise que se lhe seguiu), é evidente.

Estes comentários pretendem contribuir para a discussão atualmente em curso em torno das propostas franco-alemãs. Procuram também contribuir para chamar a atenção para o mesmo no debate público em Portugal e assim estimular a reflexão e discussão sobre um tema fundamental.

Enfrentar ambos os sentidos do “ciclo da miséria” bancos-Estados

Miguel Faria-e-Castro¹

O primeiro objetivo estratégico da proposta franco-alemã envolve quebrar o “ciclo da miséria”: o ciclo vicioso de feedback entre a pressão sobre a dívida pública e os problemas nos balanços dos bancos domésticos, que afetou os países periféricos durante a crise de 2010-12.² Em países como Portugal ou a Grécia, os problemas orçamentais transformaram-se em problemas do setor financeiro devido à grande exposição dos bancos às obrigações soberanas dos respetivos países. O crescimento das taxas de juro de mercado da dívida pública consumiu capital dos bancos, aumentando a pressão soberana de duas formas: i) ao reduzir a capacidade dos bancos para emprestar ao setor não-financeiro, levando ao colapso do investimento das empresas, do emprego e do consumo das famílias (Altavilla, Pagano e Simonelli, 2017); ii) ao aumentar a probabilidade de falências bancárias e consequente execução de garantias implícitas ou explícitas que constituem passivos contingentes do soberano, aumentando ainda mais a dívida pública que foi em si mesmo a fonte do problema (Acharya, Drechsler e Schnabl, 2014). Este segundo canal contribuiu para transformar problemas do setor bancário em problemas da dívida pública na Irlanda e em Espanha, onde bolhas financeiras rebentaram e a ajuda estatal ao setor financeiro levou a que os rácios da dívida pública no PIB explodissem quase de um dia para o outro. Este ciclo da miséria foi de tal modo uma causa imediata da crise que foi identificado como a principal motivação para a

criação da União Bancária por parte dos líderes europeus em junho de 2012.

Como o seu título sugere, o tema subjacente à proposta de Bénassy-Quéré et al. (2018) é o equilíbrio entre a mitigação do efeito de crises *ex post* (ou partilha de risco, as “cenouras”) e a prevenção de crises *ex ante* (ou prudência, os “paus”), e como uma nova arquitetura financeira e orçamental para a União Europeia pode alavancar as complementaridades existentes entre ambas as dimensões.

1. Isolar os bancos dos problemas dos Estados

O “pau” principal são os incentivos *ex ante* concebidos para a prevenção de crises na forma de penalizações pela concentração de investimentos em dívida pública (*sovereign concentration charges*) para os bancos. Isto tenta quebrar o ciclo de uma forma muito natural: além dos rácios normais de adequação de capital de Basileia III, os bancos enfrentariam limitações à sua exposição a obrigações de países individuais do euro (medida como uma fração do seu capital Tier 1, por exemplo). A exposição em excesso aumentaria as exigências de capital aos bancos. Isto poderia ter ajudado a prevenir a transmissão dos problemas orçamentais aos setores bancários de Portugal e Grécia, por exemplo, ao limitar *ex ante* até que ponto a pressão sobre as dívidas soberanas pode destruir diretamente capital dos bancos. É importante notar que não se trata de uma restrição ao investimento bancário em obrigações soberanas *per se* (que reduziria a procura agregada por estes títulos de dívida), mas apenas na concentração das carteiras de ativos. Tudo isto vem acompanhado por uma pequena “cenoura”: enquanto os bancos gregos e portugueses são forçados a diversificar os seus ativos para longe das obrigações

¹ As visões expressadas neste brief pertencem apenas ao autor e não refletem as do *Federal Reserve Bank of St. Louis* nem do *Federal Reserve System*.

² Para uma exposição formal do “ciclo da miséria” vd. Farhi e Tirole (*no prelo*).

dos seus países, os bancos alemães e holandeses são induzidos a investir em obrigações portuguesas e gregas.

2. Isolar os Estados dos problemas dos bancos

O segundo conjunto de políticas propostas procura quebrar o sentido contrário do ciclo, que permite que as crises bancárias infetem o setor público. O segundo “pau” é um quadro forte e consistente para a supervisão e resolução bancária na área do euro.

O desleixo politicamente motivado da regulação tem sido uma ocorrência comum tanto durante como após a crise, quer pelos reguladores nacionais quer pelas agências europeias.³ Um quadro comum de supervisão e regulação, que seja livre de restrições políticas, aplicado de uma forma uniforme e previsível, e que aplique as restrições da BRRD (Diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito) quanto a resgates bancários e ajudas estatais pode ajudar a limitar a dimensão e proliferação dos passivos contingentes dos Estados, bem como o grau de transmissão dos problemas do setor bancário ao setor público.

Mais uma vez, este “pau” traz consigo uma pequena “cenoura”: a resolução bancária deveria ser suportada em última instância por um Fundo de Resolução Único, assim partilhando entre os países o custo de alguns dos passivos contingentes que de outra forma são suportados exclusivamente a nível nacional. Limitar o desleixo politicamente motivado da regulação poderia ter ajudado a prevenir a acumulação de fragilidades nos setores bancários espanhol e irlandês nos anos prévios à crise; adicionalmente, limitações à

ajuda direta dos Estados ao sistema bancário poderia ter ajudado a prevenir os problemas orçamentais nestes dois países.

3. Porque não ambos ao mesmo tempo?

A última proposta é uma grande “cenoura” que ajuda a quebrar ambos os sentidos do ciclo ao mesmo tempo: um esquema europeu de seguro de depósitos (EDIS) que providencie uma garantia credível e incondicional aos depósitos de todos os bancos na área do euro. Por um lado, isto previne que crises bancárias se possam tornar problemas dos Estados através da partilha do custo dos passivos contingentes associados à garantia de depósitos por toda a área do euro. Por outro lado, isto também isola os bancos nacionais dos problemas dos respetivos Estados: quando os sistemas de garantia de depósitos são suportados por um Estado sob pressão, deixam de ser credíveis. Isto pode conduzir a uma situação de equilíbrios múltiplos, que incluem corridas aos depósitos das instituições e afetar os custos de financiamento dos bancos nacionais. Esta “cenoura” também traz um pequeno “pau”, que tem o objetivo de controlar o abuso da partilha de risco: os “prémios de seguro” pagos no âmbito deste esquema deveriam refletir fatores de risco específicos dos países e um sistema de compartimentação nacional asseguraria que os fundos comuns só seriam empregues no caso de crises sistémicas de grande dimensão.

4. O que significa isto para Portugal?

Portugal foi uma das principais vítimas do ciclo da miséria em 2010-12. Embora a economia tenha recuperado, permanece extremamente vulnerável a este fenómeno: os bancos grandes continuam significativamente expostos à dívida

³ Os autores mencionam o exemplo específico da hesitação por parte da supervisão bancária do BCE em agir sobre o banco italiano *Monte dei Paschi di Siena* nas vésperas de um referendo constitucional naquele país em dezembro de 2016.

pública nacional, o peso da dívida pública no PIB é muito elevado em termos históricos e as garantias públicas ao setor financeiro superam os 6% do PIB.⁴ As propostas de política apresentadas em Bénassy-Quéré et al. (2018) devem por isso ser vistas como desenvolvimentos muito positivos.

A implementação consistente de regras de supervisão e resolução comuns, em conjunto com limites à intervenção dos Estados, pode ajudar a resolver os problemas endémicos relacionados com a influência política sobre o sistema bancário (e vice-versa) e ajudar a construir um sistema bancário que seja quer mais concorrencial, com menos barreiras à entrada politicamente motivadas, quer mais resiliente, i.e. capaz de diversificar o risco de forma otimizada, livre das restrições políticas e da repressão financeira.

O facto de muitos bancos portugueses (em especial os grandes) terem exposições grandes à dívida pública nacional foi uma importante fonte de problemas durante a crise (Crosignani, Faria-e-Castro e Fonseca, 2017). Com a subida das *yields* e queda dos preços de mercado das obrigações soberanas, estes bancos experimentaram grandes perdas de capital, reduzindo drasticamente o valor de mercado do seu capital próprio. Restringidos em termos de capital, os bancos não tinham assim capacidade para emprestar ao setor real (famílias e empresas), o que agravou ainda mais os problemas orçamentais, com o crescimento do défice primário mais elevados) e à medida que os empréstimos existentes se transformavam em crédito malparado.

A introdução de penalizações pela concentração de investimentos em dívida pública pode responder ao duplo objetivo de assegurar maior diversificação (e menor risco) nas carteiras de ativos dos bancos portugueses, que podem assim ter capacidade de financiar o setor não-financeiro

mesmo em períodos de dificuldades públicas e libertar os bancos da repressão financeira politicamente motivada graças a uma restrição externa. Além do mais, como uma fatia maior da dívida pública existente flui para as carteiras de ativos de bancos estrangeiros (que passariam a, com maior probabilidade, mantê-la em contexto de crise), os incentivos políticos para resgatar ou oferecer outras formas mais informais de ajuda ao setor financeiro nacional também se reduzem, pois este perde o seu estatuto de “comprador de último recurso” da dívida do Estado.

Finalmente, a introdução do EDIS pode contribuir grandemente para a resiliência do setor bancário nacional, ao evitar que os bancos portugueses sejam excluídos dos mercados monetários internacionais e experienciem perdas de depósitos como aconteceu em 2010-12 (Crosignani, Faria-e-Castro e Fonseca, 2015). Uma garantia incondicional que seja independente da atual capacidade orçamental do Estado pode efetivamente quebrar a ligação entre os custos de financiamento dos setores público e privado e assegurar que o sistema financeiro pode continuar a funcionar, financiando o setor real da economia, mesmo durante crises da dívida soberana.

⁴ Isto diz apenas respeito a garantias explícitas, excluindo as *implícitas* que se podem formar devido às fortes ligações políticas dos principais bancos.

Ativos seguros na zona euro

Ricardo Reis

Uma das partes do relatório diz respeito à criação de ativos seguros na zona euro apoiados por dívida soberana. O problema, há muito identificado, é que a inexistência de uma obrigação pan-europeia e segura introduz uma grande fragilidade bancária e macroeconómica na zona euro.

Por um lado, porque os bancos nacionais detêm uma grande fatia da dívida dos seus próprios países, surge um “ciclo da miséria” no qual bancos e soberanos se afundam mutuamente: subidas nas taxas de juro da dívida pública (e logo perda de valor das obrigações correspondentes) causam prejuízos nos bancos, o que aumenta a despesa e, logo, a dívida pública esperada, reforçando a subida das taxas de juro. Por outro lado, porque, em alturas de crise, a fuga de capitais em busca de porto seguro leva a um movimento enorme de capitais dos países da periferia para os países do centro, ela causa desequilíbrios nas contas externas que precipitam graves crises macroeconómicas. De ambos os lados, com uma obrigação pan-europeia e segura, a diversificação das carteiras dos bancos e do risco macroeconómico pelas regiões levariam a uma zona euro mais segura.

Brunnermeier et al (2011, 2017) propuseram a criação deste ativo, a que chamaram *European Safe Bonds* (ESBies). O ESRB (2018a, 2018b) expandiu a ideia, com um estudo aprofundado de um ativo idêntico rebatizado de *Sovereign Bond Backed Securities* (SBBS). A ideia consiste em combinar numa carteira a dívida soberana de todos os países da zona euro, usando-a como garantia para emitir uma obrigação pan-europeia com uma tranche sénior e uma ou mais tranches júnior. As virtudes simultâneas da diversificação e

da senioridade implicam que a tranche sénior (os ESBies) seria muito segura e pan-europeia.

O relatório argumenta que estes ativos beneficiariam um país como Portugal de várias formas. Primeiro, o aumento na segurança e diversificação das carteiras dos bancos iria limitar a fragilidade dos sistemas bancários e o contágio das crises financeiras. Mais em geral, este ativo traz segurança para os investidores portugueses porque torna mais fácil a diversificação das carteiras, evitando a concentração de risco.

Segundo, ele traria estabilidade aos mercados da dívida soberana, porque o emissor dos SBBS teria uma procura estável pela dívida de todos os países com proporções fixas. Um país como Portugal continuaria a ter de colocar de forma autónoma a sua dívida no mercado, como até aqui. Mas, com a eliminação do ciclo diabólico, o risco implícito nesta dívida seria menor, a liquidez das obrigações não seria afetada e a procura segura e estável por parte dos emissores dos SBBS limita a extensão dos problemas que podem surgir em alturas de crise.

Terceiro, porque os SBBS assumem claramente não trazer uma garantia de *bailout*, a grande incerteza política em torno da probabilidade desses resgates, que tanta volatilidade trouxe durante a crise europeia, desapareceria.

Quarto, porque estes ativos não exigem um novo tratado europeu e podem ser dissolvidos, eles podem ser criados de imediato. Isto permite uma fase inicial de experimentação, para limar arestas sem causar grandes distúrbios económicos ou políticos.

Já surgiram algumas críticas a estas conclusões do relatório. Uma delas nota que, nas restantes propostas do relatório, um traço comum é usar a força dos mercados para impor disciplina orçamental aos países. Embora seja verdade que o relatório propõe como desejável esta disciplina, e os SBBS não sejam inconsistentes com ela, eles não

impõem nenhuma disciplina em si e são compatíveis com outras visões para o papel dos tratados vis-à-vis o dos mercados, no que diz respeito à disciplina orçamental dos estados membros do euro. Leandro e Zettelmeyer (2018) explicam porque é que, embora muitas propostas para novas formas de *eurobonds* tenham esta característica, não é o caso dos SBBS. Igualmente, os SBBS não dependem das ações das agências de rating. Elas podem ser usadas, ou não, para aferir a segurança dos SBBS, mas o ESRB (2018a, 2018b) usou uma enorme diversidade de métodos para aferir risco e todos concordam que os SBBS seriam seguros.

Segundo, de Grauwe e Ji (2018) argumentam que durante uma crise a correlação entre as taxas de juro dos diferentes países da zona euro explode para perto de 1. Logo, nesse contexto, os benefícios da diversificação desapareceriam, porque as obrigações espanholas, gregas ou italianas tornar-se-iam, de facto, idênticas. Embora este argumento seja válido, ele é completamente rejeitado pelos dados. Durante a crise das dívidas soberanas na zona euro, a correlação entre as taxas de juro das dívidas dos países baixou, logo os benefícios da diversificação aumentariam. Assim, o caso a favor dos SBBS torna-se mais forte, e não mais fraco. Além disso, imagine-se um cenário de uma crise tal que, num mesmo ano, só Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Finlândia, Holanda e Luxemburgo escapariam ao incumprimento. Bastaria que todos os restantes países pagassem apenas, em média, 23 cêntimos ou mais por cada euro devido, para os SBBS serem seguros e pagarem na totalidade aos credores. O ESRB (2018a, 2018b) calculou cenário atrás de cenário e, em todos, os SBBS revelam-se seguros.

Terceiro, Galamba (2017) argumenta que hoje os bancos portugueses beneficiam de apreciável rendimento com a dívida soberana que detêm. Reconhecer na regulação financeira da União que estes ativos são arriscados (ao contrário dos ESBies), impondo-lhes uma ponderação de risco

superior a zero para efeitos de cálculo dos rácios de capital, prejudicaria os lucros dos bancos dos países periféricos. Este argumento é válido. Mas também é descaradamente inconsistente. A única razão pela qual o investimento na dívida grega é rentável hoje é porque estas obrigações são arriscadas. Não podemos querer que os bancos europeus sejam seguros e estáveis e, ao mesmo tempo, aplaudir quando eles se aproveitam da regulação — e da ausência de um ativo europeu — para assumir riscos elevados e ganhar os lucros correspondentes até ao colapso e resgate quando chegar a próxima crise.

Por fim, muitos políticos prefeririam antes que fosse criado um Eurobond, uma obrigação europeia paga por todos solidariamente, de forma a que se os dinamarqueses não pagassem, um dia, a sua fatia, os portugueses e todos os outros teriam de cobrir a parte em falta. Seria um Eurobond mais seguro do que um ESBie? Penso que não, por um motivo político: num cenário de crise, os países cumpridores iriam tentar tudo para evitar arcar com os custos decorrentes do incumprimento de outros, passando a batata quente para quem ficasse. No cenário catastrófico descrito acima, em que só sete países da zona euro pagam as suas dívidas, a segurança dos ESBies seria inalterada, mas suspeito que os Eurobonds seriam terminados e ficariam por pagar.

Na verdade, esta atração pelos Eurobonds tem por detrás o desejo político de ter um Tesouro Europeu — sem o qual não é possível ter Eurobonds. Já os SBBS não exigem uma união orçamental; mas também não são incompatíveis com ela. Esse desejo político é compreensível, mas enfrenta dois problemas que limitam muito as hipóteses da sua implementação: primeiro, uma grande parte da população europeia é liminarmente contra esta hipótese; segundo, ela é incompatível com os atuais tratados europeus, exigindo uma sua renegociação o que, neste momento, parece politicamente impossível. Posso entender que

quem tem esta visão rejeite qualquer medida intermédia, como estratégia de negociação, de forma a forçar a revisão dos tratados. Contudo, na perspetiva do bem-estar dos europeus, tendo em conta as restrições políticas existentes hoje, parece-me que começar com SBBS e talvez, no futuro, caminhar para os Eurobonds seria não só mais modesto, mas também mais ajuizado e sensato.

Em dezembro de 2017, a Comissão Europeia lançou o seu novo relatório sobre o futuro da União Económica e Monetária. Ele apoia a criação rápida dos SBBS já em 2018. Já em maio de 2018, apresentou uma proposta concreta para a sua implementação. O relatório franco-alemão do CEPR apoia a 100% este objetivo. Espero que se possa concretizar, para a construção de uma zona euro mais estável e segura.

Um mecanismo para a reestruturação “ordeira” das dívidas soberanas

Ricardo Cabral

A questão de conceber um mecanismo para a reestruturação ordeira das dívidas soberanas tem estado em cima da mesa há já algum tempo (e.g. Krueger, 2002), mas continua a não ser concretizada politicamente. Ainda assim, a zona euro parece prestes a realizar uma nova tentativa (Bundesbank, 2016; Weidmann, 2017; Bénassy et al., 2018).

1. As características das propostas em discussão

Embora as diferentes propostas (Buchheit *et al.*, 2013; Bundesbank, 2016; Bénassy-Quéré *et al.*, 2018; Fuest *et al.*, 2014) tenham variações entre si, as características fundamentais do novo mecanismo parecem praticamente estabelecidas.

Primeiro, o novo mecanismo de reestruturação das dívidas soberanas é visto como uma parte integrante de uma nova arquitetura orçamental da área do euro, incluindo novas regras orçamentais. O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), seja na sua forma atual ou transformado num novo Fundo Monetário Europeu (FME), teria um papel importante na tomada de decisão e na implementação de reestruturações da dívida soberana.

Segundo, os resgates pelo MEE dos estados membros, leia-se compreendendo empréstimos multilaterais sob estrita condicionalidade, apenas poderiam ser aprovadas se a sua dívida pública fosse considerada sustentável pelo Conselho de Administração do MEE (Bundesbank, 2016; Benassy et al., 2018). Em particular, segundo a

proposta do Bundesbank (2016), enquanto a decisão sobre reestruturar ou não a dívida estaria sempre formalmente com o país devedor, o MEE apenas aprovaria e financiaria um programa de resgate se o estado membro considerado pelo MEE como tendo um nível insustentável de dívida pública conseguisse obter o acordo de uma maioria “agregada” dos seus credores para a reestruturação da dívida.

Terceiro, os contratos associados aos bilhetes e obrigações do Tesouro dos estados membros do Euro seriam modificados para incluir uma extensão automática das suas maturidades por três anos (FMI, 2015, 2016; Bundesbank, 2016; Bénassy et al., 2018) que não constituiria um evento de crédito, e que provavelmente seria acionada por uma decisão do Conselho do MEE/FME para a aprovação da reestruturação da dívida e um programa de resgate. Algumas propostas também preveem que as regras orçamentais devam obrigar os estados membros a emitir dívida subordinada se não respeitarem critérios específicos das novas regras orçamentais do Euro (Benassy et al. 2018).

Quarto, o mecanismo de reestruturação da dívida soberana seria acompanhado de outras reformas, nomeadamente, o “aprofundamento da União Bancária”, de forma a evitar efeitos de contágio afetando os setores bancários nacionais, como se explicou na secção anterior, de Miguel Faria-e-Castro.

Buchheit et al. (2013) consideram adicionalmente limites a partir dos quais o MEE consideraria insustentável a dívida pública de um estado membro. Adicionalmente, a reestruturação da dívida teria de ser suficientemente ampla para reduzir o rácio da dívida pública para baixo do limite máximo, que os autores sugerem deve ser de 90% do PIB. O mecanismo de reestruturação da dívida deveria também prever a atribuição de imunidade legal, de modo a proteger as receitas e ativos do país devedor de litigância futura.

2. Os problemas destas propostas

Primeiro, deve reconhecer-se que a proposta para um mecanismo de reestruturação da dívida soberana é construtiva, pois procura incluir e legitimar institucionalmente e na legislação europeia um novo procedimento para responder ao problema dos níveis excessivos de dívida soberana. Por um lado, a área do euro, ainda com a jovem idade de 19 anos, já carrega o fardo de níveis excessivos de dívida soberana (e externa) no caso de vários estados membros. Por outro lado, mesmo se os problemas históricos de dívida forem resolvidos com êxito, a arquitetura do Euro sugere que o problema deverá ocorrer novamente no futuro. Assim, é simplesmente sensato pensar como desenhar um mecanismo para a reestruturação “ordeira” das dívidas soberanas.

Segundo, ainda assim, deve ser notado que o racional por detrás do mecanismo de reestruturação apresentado nas principais propostas, já citadas, está mal orientado. O mecanismo é apresentado como um instrumento de política que protege contra o “risco moral” de que estados membros possam adotar políticas insustentáveis de modo a impor custos a outros estados membros. A esta luz, o mecanismo de reestruturação das dívidas encorajaria a prudência orçamental e seria um pré-requisito para assegurar que a cláusula “no bailout” do Tratado possa ser realmente credível e cumprível.

“Quando a música para, em termos de liquidez, as coisas complicam-se. Mas enquanto a música continua, é preciso dançar. Continuamos a dançar.”

Chuck Prince, CEO do Citigroup, em entrevista ao Financial Times, julho de 2007.

Todavia, os fundamentos do argumento do risco moral são questionáveis. Pode bem dar-se o caso, como sugerido pela memorável frase de Chuck Prince, de *ser racional ser irracional* até ao

exato momento antes da decisão de reestruturação da dívida soberana de um estado membro. Se for de facto assim, o mecanismo não combateria o risco moral e não induziria um comportamento orçamental “virtuoso” pelos estados membros.

Além disso, a arquitetura da área do euro tem um defeito fundamental ao, contrariamente a quase todas as uniões monetárias, assentar num princípio de (quase) não existência de transferências orçamentais entre estados membros. Assim, é, por conceção, mais atreita a “acidentes” de dívida soberana, que resultam da acumulação de desequilíbrios externos, e não propriamente da falta de disciplina orçamental dos políticos nacionais.

Com a cláusula “no bailout” e na ausência de transferências orçamentais significativas, a única maneira de a área do euro funcionar devidamente é se todos os estados membros mantiverem, em média, uma balança corrente e de capital equilibrada ou excedentária. Este tipo de estratégia de política macroeconómica “*beggar-thy-neighbour*”, mercantilista, é profundamente desestabilizadora e, no médio prazo, insustentável, pois a área do euro é simplesmente uma economia demasiado grande para adotar tal política.

A consequência desta falha fundamental da arquitetura da zona euro é que resulta muito provável que os estados membros acumulem níveis excessivos de dívida externa e, em consequência, de dívida pública com demasiada frequência.

Como tal, o mecanismo de reestruturação seria utilizado com demasiada frequência, não servindo assim o seu propósito. Assim, um dos principais problemas das propostas para tal mecanismo é que não têm em conta o facto de a área do euro ser inerentemente mais frágil e atreita a episódios de insustentabilidade das dívidas, na ausência de transferências orçamentais significativas entre estados membros.

Aliás, é interessante contrastar a abordagem prevista nestas propostas com a forma como os estados membros respondem a níveis de dívida excessivos nos seus próprios países, nos casos de governos regionais e locais, e de empresas públicas, incluindo bancos públicos. Muito raramente a dívida dessas entidades é reestruturada.

Terceiro, as propostas parecem também tender a prever a implementação de reestruturações cuja dimensão é insuficiente. O risco é que uma tal abordagem leve a que alguns estados membros passem por falências sucessivas, com as consequências que isso implica para a estabilidade financeira e para o desenvolvimento das economias desses estados e da zona euro como um todo.

A reestruturação das dívidas públicas deve ocorrer muito raramente, mas quando existe, a dimensão da redução do nível de dívida deve ser suficientemente grande para restaurar a sustentabilidade da dívida pública e externa do país por décadas.

Quarto, algumas propostas defendem que o MEE deve ser transformado num Fundo Monetário Europeu, que seria responsável pela aplicação das regras orçamentais e por coordenar a reestruturação das dívidas soberanas dos estados membros. Este passo contribuiria para transformar a União Económica e Monetária, enquanto união de países soberanos “quase iguais”, num “clube” de devedores e credores, com o FME a servir como representante dos credores e como autoridade orçamental máxima, i.e., acima dos parlamentos nacionais, no contexto de resgates e episódios de reestruturação da dívida. Além do mais, o FME, enquanto também ele credor, teria um conflito de interesses nesse papel, que como tal lhe não deveria ser atribuído.

Sexto, quase todas as propostas não consideram explicitamente a necessidade de determinar se a dívida externa do país é sustentável. Contudo, níveis excessivos de dívida externa tendem

a criar níveis insustentáveis de dívida pública. Consequentemente, o segundo problema não pode ser satisfatoriamente resolvido se a sustentabilidade da dívida externa não for assegurada através do mecanismo de reestruturação.

Finalmente, existe um risco importante se a decisão de reestruturar a dívida, e dos termos da reestruturação, passar, na prática, do estado membro devedor para o Eurogrupo.

Como se viu no caso dos resgates a Grécia, Irlanda e Portugal e na ratificação do “Tratado Orçamental”, os decisores dos países devedores parecem agir como se o país não tivesse qualquer alternativa aceitável à adoção das políticas exigidas pelas autoridades europeias e pelo Eurogrupo em particular. Sabe-se também que, embora os termos do resgate sejam formalmente determinados pelo país devedor – exprimidos através de uma carta de intenções –, na prática os termos essenciais do resgate são determinados e até escritos pelo FMI, pelo MEE ou, no passado, pela “troika”, i.e., pelos credores.

O mecanismo de reestruturação da dívida replica o desenho inerente aos resgates do FMI/MEE (i.e., empréstimos com condicionalidade estrita). Porque deveremos, então, esperar que o resultado da reestruturação da dívida seja diferente? Parece claro que, no mecanismo proposto, seriam os credores, e não o soberano, a ditar os termos e condições essenciais da reestruturação. Em suma, a defesa dos interesses do país devedor não é, na verdade, assegurada nestas propostas.

Em conclusão, os problemas nas propostas existentes para um mecanismo de reestruturação das dívidas soberanas na zona euro são muito significativos e geram fundadas dúvidas sobre se o instrumento de política proposto não poderia até ser negativo para a arquitetura da zona euro.

Referências bibliográficas

- Acharya, V., I. Drechsler e P. Schnabl (2014). "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk," *The Journal of Finance*, 69, 2689-2739.
- Altavilla, C., M. Pagano e S. Simonelli (2017). "Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission," *Review of Finance*, 21 (6), 2103–2139.
- Bénassy-Quéré, A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro e J. Zettelmeyer (2018). "Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform". CEPR *Policy Insight* No. 91, janeiro. Center for Economic Policy Reform
- Brunnermeier, M., L. Garicano, P. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, D. Thesmar, S. Van Nieuwerburgh e D. Vayanos. (2011). *European Safe Bonds (ESBies)*, mimeo. Euronomics Group. Disponível online: <http://www.euro-nomics.com>
- Brunnermeier, M., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. Van Nieuwerburgh e D. Vayanos (2017). "ESBies: Safety in the tranches". *Economic Policy*, 32(90), 175– 219.
- Buchheit, L., A. Gelpern, M. Gulati, U. Panizza, B. Weder di Mauro e J. Zettelmeyer (2013). *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Committee on International Economic Policy and Reform. Brookings Institution.
- Bundesbank (2016). "Approaches to Resolving Sovereign Debt Crises in the Euro Area". *Monthly Report*, julho. Deutsche Bundesbank.
- Crosignani, M., M. Faria-e-Castro e L. Fonseca (2017). "The (Unintended?) Consequences of the Largest Liquidity Injection Ever," *Working Papers* 2017-39, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Crosignani, M., M. Faria-e-Castro e L. Fonseca (2015). "The Portuguese Banking System during the Sovereign Debt Crisis," *Banco de Portugal Economic Studies*, 1, 43-80.
- De Grauwe, P., e Y. Ji (2018). "Financial engineering will not stabilise an unstable euro area" *VoxEU.org*, 19 de março. Disponível online: <https://voxeu.org/article/financial-engineering-will-not-stabilise-unstable-euro-area>
- European Systemic Risk Board High-Level Task Force on Safe Assets (2018a). *Sovereign bond-backed securities: A feasibility study*. European Systemic Risk Board. Vol. I.
- European Systemic Risk Board High-Level Task Force on Safe Assets (2018b). *Sovereign bond-backed securities: A feasibility study*. European Systemic Risk Board. Vol. II.
- Farhi, E. e J. Tirole (*no prelo*). "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops," *Review of Economic Studies*.
- Fuest, C., F. Heinemann e C. Schröder (2014). "A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) in the Euro Area". *ZEW Discussion Paper* No. 14-053.
- Galamba, J. (2017). "Uma coisa tipo eurobond". *Expresso*, 05/06/2017. Disponível online: http://expresso.sapo.pt/blogues/blogue_tempo_comprado/2017-06-05-Uma-coisa-tipoeurobond
- IMF (2015). "The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt — Further Considerations". Washington, DC: International Monetary Fund, abril.
- IMF (2016). "IMF Executive Board Approves Exceptional Access Lending Framework Reforms". Press Release. Washington, DC: International Monetary Fund, 28 de janeiro.
- Krueger, A. (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington, DC: International Monetary Fund, abril.
- Leandro, A. e J. Zettelmeyer (2018). "The search for a euro area safe asset". *Working Paper* 18-3, Peterson Institute for International Economics.
- Weidmann, J. (2017). "Monetary Union – Ever a Work in Progress? The Euro Area Torn Between the Maastricht Framework and Fiscal Union". Discurso do Presidente do Bundesbank na *21st RWI Economic Discussion*, Essen, 29 de novembro.

IPP Policy Brief 11 . junho 2018

ISSN: 2183-9352

*Reforma da área do euro: comentário português
a uma proposta franco-alemã*

Autores: Miguel Faria-e-Castro, Ricardo Reis, Ricardo Cabral

Design: Institute of Public Policy - Lisbon

Edição: Luís Teles Morais



INSTITUTE OF
PUBLIC POLICY

L I S B O N

Rua Miguel Lupi, 20 – 1249-078 Lisboa – PORTUGAL
+351 213 925 986 – info@ipp-jcs.org

Institutional partner



Policy Briefs

A série de *policy briefs* do Institute of Public Policy pretende apoiar o debate público com trabalhos concisos, onde se analisam políticas públicas de forma rigorosa e se explanam recomendações claras.

Os autores

Miguel Faria e Castro é economista no departamento de investigação do Federal Reserve Bank of St. Louis.

Miguel.FariaeCastro@stls.frb.org

Ricardo Reis é Professor de Economia, titular da cátedra A.W. Phillips, na London School of Economics e investigador do Centre for Economic Policy Research.

r.a.reis@lse.ac.uk

Ricardo Cabral é Professor Auxiliar da Universidade da Madeira, investigador do CEEAplA e membro da direção do Institute of Public Policy.

rcabral@uma.pt

Sobre o Institute of Public Policy - Lisbon

O Institute of Public Policy é um *think tank* português, académico e independente, que promove investigação e debate sobre as políticas públicas em quatro áreas chave: política económica na UE, governação e finanças públicas, políticas sociais, democracia e responsabilidade política.

As opiniões aqui expressas vinculam somente os autores e não refletem necessariamente as posições do Institute of Public Policy, da Universidade de Lisboa, ou qualquer outra instituição a que quer os autores, quer o Institute estejam associados. Nem o Institute nem qualquer seu representante é responsável pelo uso por terceiros da informação aqui contida.

Este texto não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado sem autorização prévia e explícita dos seus autores.
A citação é autorizada desde que acompanhada de referência apropriada à fonte original.