

A rede financeira da área do euro e a necessidade de uma melhor integração

Nuno Silva
Banco de Portugal

Novembro 2015

Resumo

Aquando da introdução do euro, pensava-se que restrições ao nível da balança de pagamentos desapareceriam. Contrariamente a esta visão dominante, os fluxos de capital deixaram de ser direcionados para os países com elevados défices no seguimento da crise financeira. Compreender a razão por detrás do surgimento deste tipo de restrições financeiras dentro de uma união monetária é crucial dado o seu impacto na afectação de recursos. Este artigo conclui que a rede de relações bilaterais na área do euro assemelha-se a uma junção de redes ao nível nacional ligadas ao exterior sobretudo por via dos bancos e dos governos, dois setores significativamente interligados, excessivamente dependentes da atividade doméstica e para os quais o incumprimento e/ou renegociação das suas obrigações creditícias é uma forma muito complexa de restaurar o respetivo equilíbrio orçamental. Este facto, tal como observado no caso de Portugal, conduz à amplificação de choques negativos dentro de cada país. O artigo conclui que é essencial mitigar o impacto provocado pela sobre-exposição dos bancos residentes a agentes residentes, e consequente subdiversificação de portefólio, no fluxo de financiamento entre instituições financeiras com excesso de poupança e o setor não financeiro, independentemente do país da área do euro em que estes estejam localizados. A expansão da atividade internacional dos bancos, preferencialmente através de sucursais, poderá ser uma forma de resolver o problema. O mercado de fusões e aquisições entre bancos da área do euro tem no entanto mostrado pouco dinamismo. Adicionalmente, o surgimento de bancos pan-europeus poderá contribuir para criar instituições demasiado grandes e complexas. Em alternativa, este artigo sugere que o mercado de securitizações poderá ser uma forma eficiente de resolver o problema identificado. (JEL: D85, F34, G15, G18, G33, H63, F65)

Introdução

Ao longo da primeira década da União Económica e Monetária (UEM) assistiu-se ao surgimento de divergências consideráveis nas contas externas dos países da área do euro. Enquanto alguns

Agradecimentos: Agradece-se a Isabel Horta Correia, Nuno Alves, António Antunes, João Valle e Azevedo, Rui Albuquerque, Luísa Farinha e Diana Bonfim pelos comentários e discussões. Agradece-se ainda aos vários colegas dos Bancos Centrais do Eurosistema e do Banco Central Europeu que facilitaram o acesso aos dados. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor, não constituindo naturalmente a opinião do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são também da exclusiva responsabilidade do autor.

E-mail: nrsilva@bportugal.pt

países acumularam elevados excedentes face ao exterior (Luxemburgo, Alemanha, Holanda, Bélgica), outros (Grécia, Portugal, Irlanda, Espanha, Chipre, Eslováquia, Letónia, Estónia, Eslovénia e Itália) acumularam uma significativa dívida líquida, tendo esta divergência sido apontada em vários estudos desde o início da área do euro. Não obstante, a forma como estes desequilíbrios têm sido interpretados sofreu algumas alterações desde então. Tal como apontado por Giavazzi e Spaventa (2010) e Eichengreen (2010), entre outros, o que foi inicialmente apresentado como sendo um exemplo de um desequilíbrio benigno passou a ser visto como uma divergência prejudicial motivada por movimentos exacerbados de algumas classes de ativos (ex. imobiliário), défices orçamentais excessivos (Schnabl e Wollmershäuser (2013)) e expectativas erradas de crescimento económico. Adicionalmente, estes desequilíbrios começaram a ser vistos como indicadores da solvabilidade dos soberanos da área do euro e da fragilidade da própria união monetária, os quais poderiam eventualmente conduzir ao seu desmembramento. Os artigos até aqui referidos focam-se no significado e nas consequências económicas destes desequilíbrios. Numa perspetiva puramente financeira, a possibilidade de uma crise de balança de pagamentos dentro da união monetária foi quase sempre ignorada. Merler e Pisani-Ferry (2012) referem que à data da criação da UEM, a visão geral era de que, dentro da união monetária, restrições orçamentais inter-temporais eram aplicáveis apenas a agentes individualmente e não a países. Contrariamente a esta visão, o capital deixou de fluir aos países deficitários da área do euro no contexto da crise financeira global. Em simultâneo, assistiu-se ao surgimento de posições financeiras significativas no sistema Target2, o que levantou alguma preocupação em torno do risco de crédito das mesmas (Sinn e Wollmershäuser (2012)). Cecchetti *et al.* (2012) assinalam que numa situação como a observada na área do euro, o Target2 desempenha um papel semelhante ao da criação de reservas em moeda estrangeira para um país com problemas de balança de pagamentos. Existindo satisfação total da procura, como tem sido o caso desde o início da crise, este mecanismo de equilíbrio funciona de forma automática com as responsabilidades de um banco central a serem limitadas apenas pela capacidade dos bancos residentes de apresentarem colateral elegível. Estas posições são no entanto geralmente vistas como indesejáveis no longo prazo, com os bancos a ajustarem a sua atividade de forma a não ficarem dependentes do banco central.

Dado o potencial impacto na alocação de recursos, é essencial entender a razão do surgimento de restrições financeiras nacionais no contexto de uma união monetária. Neste artigo, em vez de analisarmos se os desequilíbrios já identificados são bons ou maus (sustentáveis ou insustentáveis), ou se estes desequilíbrios foram provocados pelo setor público ou pelo setor privado, vamos focar-nos na rede de relações bilaterais entre os setores institucionais (contas quem-a-quem). A rede de relações quem-a-quem tem sido um pouco ignorada na literatura devido *inter alia* à escassez de dados. No entanto, este

artigo mostra que esta assemelha-se a uma junção de redes ao nível nacional, interligadas através de fluxos externos significativos canalizados por via dos bancos e dos governos, dois setores significativamente interligados, muito dependentes da atividade doméstica e para os quais o incumprimento e/ou renegociação das suas obrigações creditícias é uma forma muito complexa de restaurar o seu equilíbrio orçamental. Este tipo de rede conduz à amplificação das perdas dentro de cada país, contribuindo para o surgimento de restrições financeiras ao nível nacional e para receios em relação a eventos extremos, tais como um possível desmembramento da área do euro.

Este artigo encontra-se organizado da seguinte forma. Em primeiro lugar aborda-se o processo de estimação da rede de posições bilaterais através do método da máxima entropia com restrições. Em segundo lugar, analisa-se a contribuição de cada setor institucional para a dívida externa bruta e a sobre-exposição dos bancos nacionais a agentes residentes. A terceira parte do artigo foca-se nos riscos colocados por este tipo de rede. O artigo termina com uma análise sobre possíveis formas de mitigar o problema identificado.

Dados e metodologia

Este artigo utiliza dados provenientes sobretudo das contas nacionais financeiras de cada país (stocks), das contas financeiras da área do euro (stocks) e das estatísticas monetárias e financeiras de cada país, compiladas de acordo com o SEC95. A maioria dos dados utilizados neste estudo são públicos¹. Foram considerados sete setores institucionais: sociedades não financeiras (SNF), instituições financeiras monetárias (IFM), outras instituições financeiras (OIF), sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP), administrações públicas (AP), particulares (Part) e resto do mundo (RM)². Foram considerados sete tipos de instrumentos: numerário e depósitos, títulos exceto ações (curto e longo prazo), empréstimos (curto e longo prazo), reservas técnicas de seguros e outros débitos e créditos. Instrumentos representativos de capital próprio (ações e participações em fundos de investimento), bem como derivados financeiros foram excluídos deste estudo. A análise cobre todos os países da área do euro com exceção da Letónia e da Lituânia.

Atualmente não existem ainda dados disponíveis relativos às posições bilaterais entre todos os setores institucionais na área do euro. De forma

1. Os dados utilizados neste estudo foram obtidos maioritariamente no contexto do relatório sobre aspectos estruturais do Sistema Europeu de Bancos Centrais. O autor agradece a todos os bancos centrais que facilitaram a obtenção dos dados.

2. IFM inclui o banco central para além das outras instituições financeiras monetárias. Os dados apresentados referem-se ao agregado dado que nem todos os países forneceram a decomposição entre estes dois subsectores.

a superar a falta de informação, este artigo utiliza a técnica de estimação por máxima entropia com restrições de modo a obter estimativas para estas posições com base na informação existente. Esta estimação seguiu vários passos. Como primeiro passo, estimaram-se matrizes quem-a-quem ao nível nacional para cada instrumento com base no método de máxima entropia sugerido por Castrén e Rancan (2013). De forma simples, as posições bilaterais foram estimadas como o produto do valor total da matriz de cada instrumento k pela probabilidade conjunta do ativo pertencer ao setor i e ser passivo do setor j . A probabilidade conjunta, $f_{ij}^k(a, l)$, é calculada assumindo independência e portanto resume-se ao produto das distribuições marginais.

$$f_{ij}^k(a, l) = f_i^k(a) * f_j^k(l). \quad (1)$$

De modo a aumentar a precisão das estimações, várias restrições foram impostas de forma iterativa num procedimento que requer que as matrizes sejam constantemente rebalanceadas até que todas as restrições sejam satisfeitas (algoritmo RAS)³.

Como segundo passo, as matrizes quem-a-quem estimadas para cada país foram combinadas de modo a formar uma matriz única para cada instrumento. Foram ainda adicionados dois setores, nomeadamente o Eurosistema e o resto do mundo (não área do euro). Depois de ultrapassados alguns obstáculos relacionados com o facto das contas nacionais financeiras não serem totalmente compatíveis com as contas financeiras da área do euro, compiladas pelo BCE, o método da máxima entropia com restrições foi novamente implementado. Entre outras fontes, a base de dados de balanços de bancos do BCE foi utilizada para impôr restrições nas posições bilaterais entre setores de diferentes países. No final, obteve-se uma matriz com dimensão 104 capaz de caracterizar as relações bilaterais em instrumentos de dívida entre os setores institucionais da área do euro. Os números apresentados na próxima secção são baseados neste exercício.

Dívida externa bruta e a sobre-exposição a residentes (*homebias*) no balanço dos bancos

O gráfico 1 apresenta a contribuição de cada setor institucional para a dívida externa bruta de cada país entre 2007 e 2012. Os países foram divididos em dois grupos com base no seu rating atual: países com rating mais baixo (LR) e países com rating mais elevado (HR). Os bancos (IFM) e os governos

3. As estimativas melhoram substancialmente à medida que se aumenta o número de restrições. Os países onde se aplicou um maior número de restrições foram: Áustria, Eslováquia, Malta, Espanha, Portugal, Bélgica, Eslovénia, Grécia, Finlândia e Estónia. Os países onde se aplicou um menor número de restrições foram: Irlanda, Holanda, Chipre e Luxemburgo. Para este último grupo de países existem poucos dados relativos a posições bilaterais.

são responsáveis pela maior parte da dívida externa bruta na maior parte dos países da área do euro. O Luxemburgo, a Irlanda e a Holanda, países que funcionam como centros financeiros, são exceções a este padrão. Para estes países, as outras instituições financeiras (OIF) têm um contributo muito significativo para a dívida externa bruta. Não obstante os bancos e os governos terem um papel crucial na canalização e alocação de fluxos financeiros provenientes do exterior na maior parte dos países, a sua importância relativa varia bastante sem um padrão claro entre os dois grupos de países. Em 2007, bancos e governos contribuíram com mais de 80% da dívida externa bruta nos casos da Áustria, Malta, Grécia, Bélgica, Itália, Chipre e Portugal e com cerca de 50% nos casos da Irlanda, Eslováquia, Holanda e Espanha. Se excluirmos os países atrás referidos como funcionando como centros financeiros, observa-se que, em média ponderada, estes dois setores contribuíram em 2007 com 76% da dívida externa bruta. Na maior parte dos países, os bancos são claramente os maiores contribuidores para a dívida externa bruta. A Grécia é uma exceção com o governo a ser o setor que mais contribui. Em Itália, a contribuição dos bancos (IFM) para a dívida externa bruta em 2007 é apenas um pouco maior do que a do soberano. A contribuição das outras instituições financeiras, incluindo sociedades de seguros e fundos de pensões (OIF e SSFP), é muito reduzida em todos os países com exceção dos já referidos centros financeiros e de Espanha, mas apenas em 2007. As sociedades não financeiras e os particulares são responsáveis por uma parte muito pequena da dívida externa bruta na maior parte dos países em 2007⁴. Entre 2007 e 2012, assistiu-se a um aumento da contribuição dos governos para a dívida externa bruta na maior parte dos países. Adicionalmente, observou-se em alguns países, como é o caso de Portugal, um aumento da contribuição do setor privado não financeiro.

Num contexto em que as relações financeiras diretas entre o setor privado não financeiro de cada país e o setor financeiro não residente são residuais, e em que, por isso, acabam por ser os bancos e os governos a canalizar a grande maioria do financiamento externo, é essencial ter especial cuidado ao analisarmos o balanço destas instituições. No caso de os mercados entenderem existir alterações significativas no risco de crédito destes setores, poderão surgir problemas no fluxo de financiamento dentro da união monetária. Este facto é especialmente relevante dada a possibilidade de alterações súbitas nas expectativas do mercado (algumas delas motivadas por receios em relação à possibilidade de eventos extremos, como é o caso do risco de redenominação), mas também devido às não linearidades presentes no apreamento de qualquer contrato de crédito, as quais ajudam a explicar

4. A média ponderada na área do euro é de 11%. Este número seria ainda inferior caso se excluísse o financiamento concedido por sucursais de bancos estrangeiros, os quais, no contexto das contas nacionais financeiras, são considerados créditos de não residentes (a este respeito vejam-se as secções seguintes deste artigo).

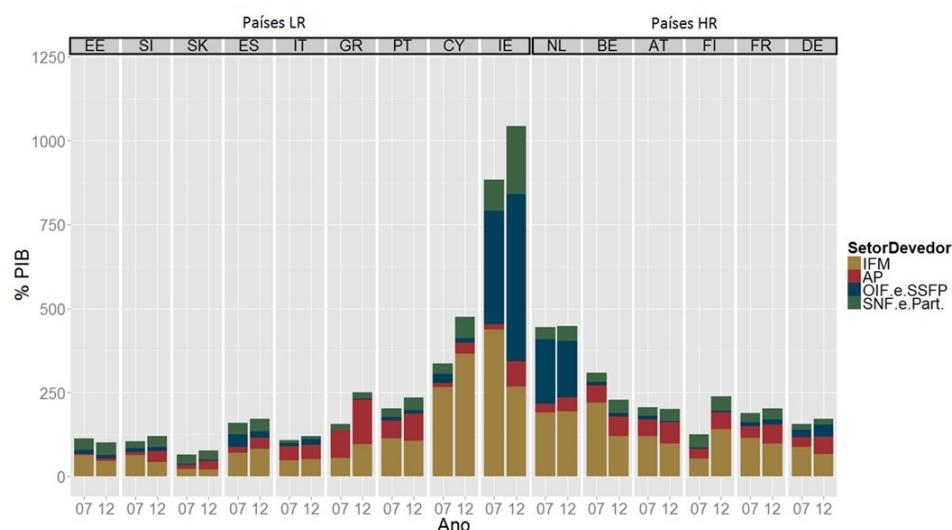


GRÁFICO 1: Decomposição da dívida externa bruta em 2007 e 2012.

Nota: Luxemburgo (HR) e Malta (LR) foram excluídos de forma a facilitar a leitura do gráfico.

Fonte: Cálculos do autor.

movimentos bruscos nos mercados de crédito quando o devedor não se encontra longe da região de incumprimento. No caso em que alterações do risco de crédito são justificadas por fatores específicos a cada país, este tipo de rede poderá conduzir a condições financeiras muito heterogêneas dentro da área do euro. Neste contexto é essencial garantir não só que estes setores se encontram suficientemente capitalizados dada a tipologia de risco dos ativos em carteira, mas também se não se encontram excessivamente dependentes de fatores de risco essencialmente internos. No resto desta secção a análise vai restringir-se ao setor bancário, uma vez que o soberano por razões óbvias se encontra fortemente dependente do desempenho da sua economia.

O gráfico 2 apresenta os ativos consolidados dos bancos (instrumentos de dívida) em percentagem do PIB em 2007 e 2012⁵. Os ativos são decompostos por contraparte em cinco categorias: i) sociedades não financeiras e particulares residentes, ii) outras instituições financeiras residentes, incluindo fundos de pensões e sociedades de seguros residentes, iii) o soberano de cada país, iv) o resto do mundo excluindo o Eurosistema e v) o Eurosistema. Com base em 2007, créditos sobre particulares e sociedades não financeiras representam a grande maioria dos ativos bancários no caso dos países LR (mais de 60%). Irlanda, Chipre e Malta são exceções. No caso dos países HR

5. Os instrumentos representativos de créditos representam cerca de 94% dos ativos financeiros detidos por IFMs na área do euro (excluindo derivados financeiros).

a situação é menos clara. Créditos sobre OIF e SSFP representam menos de 10% dos ativos bancários em todos os países com exceção da Holanda. O peso dos créditos sobre os respetivos soberanos varia de país para país, sendo que estes representam menos de 10% na maioria dos países, mas quase 20% no caso da Eslováquia, Itália e Grécia. Em média ponderada, estes direitos representam cerca de 7% dos ativos consolidados em instrumentos de dívida em 2007. Os créditos sobre o setor privado não financeiro superam largamente o valor dos créditos sobre o respetivo soberano, justificando portanto a maior parte da sobre-exposição a residentes identificada no balanço dos bancos. Esta sobre-exposição é particularmente forte no caso dos países LR. Créditos sobre residentes representam mais de 80% dos créditos detidos pelos bancos no caso de Itália e Espanha e mais de 70% no caso da Grécia, Portugal e Estónia. Note-se no entanto que estes números poderão estar a subestimar a sobre-exposição existente, uma vez que ignoram posições entre bancos do mesmo país⁶. Entre 2007 e 2012, a sobre-exposição (tanto em dívida pública como privada) no balanço dos bancos aumentou na maior parte dos países. Esta subida ficou a dever-se principalmente a um aumento do contributo dos créditos aos governos nacionais, os quais aumentaram de 7% para 12% do ativo consolidado dos bancos (média ponderada da área do euro). Em resultado, os créditos totais dos bancos aos soberanos da área do euro aumentou de 10% para 15% do seu ativo consolidado. O aumento do contributo dos créditos sobre os governos nacionais foi particularmente elevado no caso de Espanha, Itália e Portugal, países em que este passou, respetivamente, de 5% para 14%, de 18% para 26% e de 3% para 11%.

A estrutura da rede e o surgimento de interrupções súbitas de financiamento

As secções anteriores apresentaram uma rede em que os particulares e as sociedades não financeiras colocam as suas poupanças no setor financeiro (bancos e outras instituições financeiras, incluindo fundos de pensões e sociedades de seguros), o qual as distribui maioritariamente (na maior parte dos países) por setores residentes (particulares, sociedades não financeiras, governos e outras instituições financeiras), bem como por setores não residentes (setor financeiro, governos e instituições fora da área do euro). Nesta rede, e apesar dos bancos serem a principal instituição depositária das poupanças dos particulares e das empresas, as outras instituições financeiras, incluindo fundos de pensões e sociedades de seguros, também são contraparte

6. A consideração de contas financeiras não consolidadas para este efeito poderia conduzir a uma sobreestimação do *home bias*, na medida em que estaríamos a considerar créditos intra-grupo e créditos entre bancos comerciais e bancos centrais, os quais foram particularmente significativos em 2012.

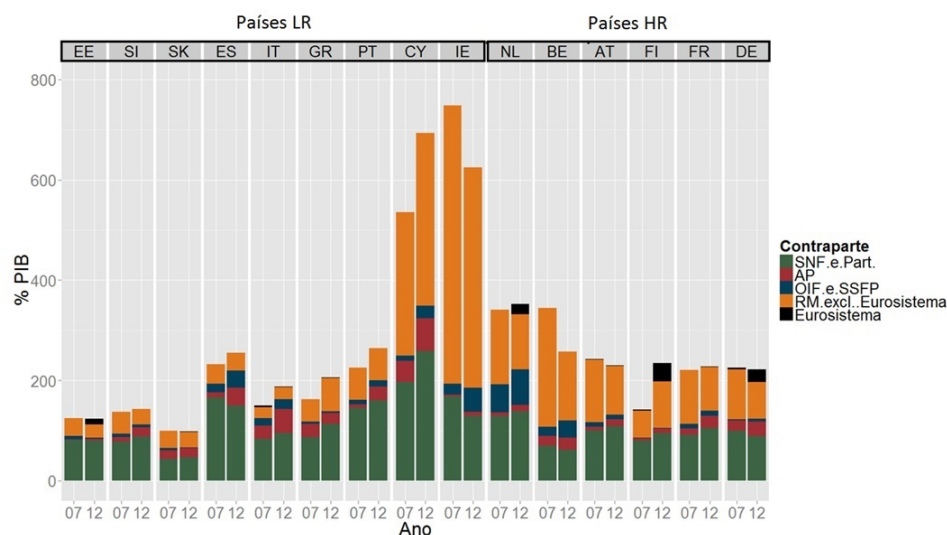


GRÁFICO 2: Ativos consolidados das IFM por contraparte em 2007 e 2012.

Notas: Luxemburgo (HR) e Malta (LR) foram excluídos de forma a facilitar a leitura do gráfico. O resto do mundo (excl. Eurosistema) inclui setores institucionais pertencentes e não pertencentes à área do euro.

Fonte: Cálculos do autor.

de uma parte bastante relevante das poupanças destes setores. Os números relativos às contas externas mostram-nos no entanto que os bancos, um setor marcado por uma clara sobre-exposição a agentes económicos residentes, é o principal responsável pelo financiamento junto de não residentes. De forma a entender a razão pela qual este tipo de rede conduz à amplificação de perdas, é preciso primeiro entender como é que cada agente satisfaz a sua restrição orçamental inter-temporal. Essencialmente, numa economia onde o financiamento monetário não é permitido, governos, bancos, particulares e empresas têm três formas de fazê-lo: aumentar receitas, reduzir custos ou simplesmente reestruturar/incumprir as suas dívidas. Para os particulares e empresas que não sejam capazes de aumentar receitas ou reduzir custos o incumprimento é uma forma usual de resolver a situação. Existe legislação preparada para tal e o seu impacto é previsível. Em contraste, no caso de bancos e soberanos, o incumprimento é algo bastante complexo e com um impacto abrangente. No caso do setor bancário, dadas as fortes interconexões existentes, o incumprimento de um banco poderá conduzir ao incumprimento de outros bancos criando um efeito dominó na economia, ou pelo menos criando incerteza em torno de um possível efeito. Adicionalmente, Bernanke (1983) assinala que a liquidação de um banco tem efeitos bastante consideráveis na economia real porque os clientes de crédito são dependentes

do banco ao qual habitualmente recorrem. Este facto é especialmente relevante dado que os bancos tendem a ter problemas durante recessões, ou seja, quando os seus clientes estão mais dependentes. No caso do soberano, o problema é ainda mais grave dado que não existe nem legislação nem tribunal dedicado ao julgamento destes casos. Acresce que, ao contrário de particulares e empresas, é difícil definir quais são os limites em termos de política orçamental para um Estado que precisa de aumentar a sua poupança a fim de respeitar os compromissos assumidos, o que contribui ainda mais para a existência de incerteza.

Considere-se um cenário onde empresas e/ou particulares de um país começam a incumprir substancialmente mais do que aquilo que era inicialmente expectável. Caso estes créditos se encontrem maioritariamente na carteira de bancos residentes pouco diversificados, como se constatou ser o caso na maioria dos países da área do euro, tal poderá conduzir a uma deterioração do perfil de risco destes bancos. Dadas as interligações existentes com outras instituições financeiras domésticas, o choque inicial poderá acabar por afetar a totalidade do sistema bancário e mesmo o soberano através das denominadas garantias implícitas que poderão evoluir para a decisão de resgatar um banco. Eventualmente, poder-se-á assistir à deterioração do perfil de risco do próprio soberano que poderá implementar medidas de consolidação orçamental afetando o balanço de todos os outros setores e o crescimento económico. Nesta situação, o setor bancário acabará por ser afetado novamente por via do seu portefólio de créditos quer ao setor público quer ao setor privado. Este mecanismo é conhecido na literatura como o *sovereign – banks feedback loop* (gráfico 3A).

O mecanismo acima descrito tem consequências significativas em termos de financiamento, em particular no caso dos particulares e das pequenas e médias empresas, mais dependentes do financiamento bancário. Quanto pior o perfil de risco do setor bancário, maior o custo de financiamento dos bancos e dos seus clientes. No limite, os bancos poderão não ser capazes de refinarçar a sua dívida a um preço aceitável contribuindo para o aparecimento de restrições quantitativas nos fluxos de financiamento na economia. Estas restrições tanto ao nível de preços como de quantidades poderão conduzir a um aumento do número de casos de incumprimento e ao surgimento de um problema de oferta de crédito, frequentemente por cima de um problema de procura, limitando ainda mais o consumo, o investimento e o crescimento económico futuro. Esta situação é especialmente relevante dado que existe evidência de que durante crises de dívida soberana os bancos tendem a aumentar a sua exposição ao soberano, possivelmente desviando empréstimos do setor privado⁷. A forma como estas restrições quantitativas

7. Ver Gennaioli *et al.* (2014) e Battistini *et al.* (2013) para uma análise relativa ao racional por detrás deste comportamento.

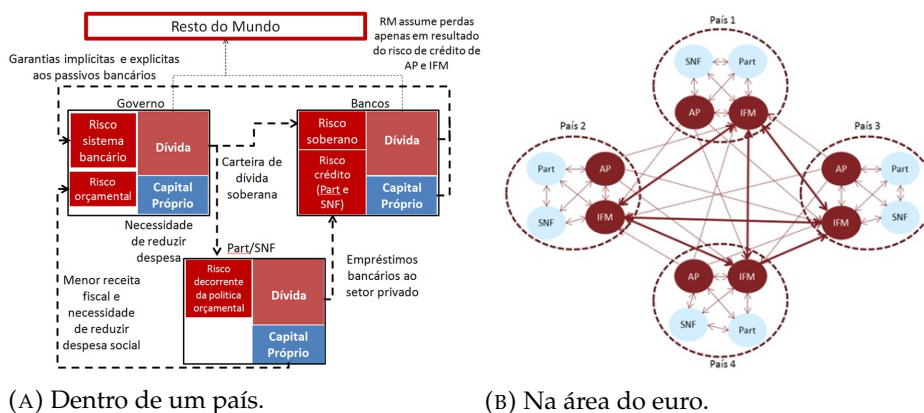


GRÁFICO 3: Transmissão de choques/perdas.

Notas: As setas indicam o sentido da transmissão dos choques/perdas. Nem todos os canais de amplificação de choques referidos no artigo se encontram retratados. As outras instituições financeiras, incluindo fundos de pensões e sociedades de seguros não se encontram retratadas nos gráficos de forma a facilitar a sua leitura. O gráfico do lado direito ilustra a rede de relações bilaterais na área do euro como uma junção de pequenos mundos ligados por via de bancos e governos.

afetam a atividade dos bancos depende no entanto da sua estrutura de financiamento e da sua capacidade de rapidamente desalavancarem através da venda de ativos, ao invés de reduzirem a concessão de crédito. Nos casos em que o sistema bancário se encontra significativamente dependente do financiamento de curto prazo por via do mercado, como foi o caso nos anos que precederam a atual crise, as restrições supra referidas tendem a aparecer mais rapidamente em resultado de alterações súbitas nas expectativas dos mercados financeiros. Algumas dessas alterações podem ser já parcialmente resultado dos mecanismos aqui referidos, como é o caso do risco de redenominação. Tal como referido na literatura relativa ao canal bancário de transmissão de política monetária, o facto dos bancos se encontrarem mal capitalizados deverá acabar por afetar os particulares e as empresas com bom e mau perfil de risco conduzindo a condições de concorrência desiguais dentro da união monetária e contribuindo para a persistência de efeitos reais negativos na economia e para receios relativamente à ocorrência de eventos extremos, tal como um desmembramento da área do euro.

A literatura tem referido que o *sovereign – banks feedback loop* tem um impacto particularmente destrutivo na área do euro. Várias razões têm sido apontadas, tais como a falta de mecanismos estabilizadores ao nível da política orçamental e monetária e o quadro institucional relativo à supervisão e à resolução bancária. Neste artigo argumenta-se que, a par destes factos, a rede de relações bilaterais na área do euro *per se* também deverá estar a contribuir para o reforço desta relação e consequente fragmentação do

sistema financeiro. De facto, e apesar do progresso significativo em termos de integração financeira nos primeiros anos da união monetária, o sistema financeiro da área do euro assemelha-se a uma junção de redes a nível nacional, onde cada país se financia junto de aforradores externos sobretudo por via do seu sistema bancário e, numa proporção menor, por via do soberano. Neste tipo de rede, os setores não residentes assumem o risco de crédito de cada economia unicamente por via dos bancos e do soberano, dois setores que não se encontram diversificados geograficamente e para os quais o incumprimento é especialmente difícil e complexo. Neste tipo de rede cada país assemelha-se a um pequeno mundo (gráfico 3B) onde as perdas tendem a ser mantidas gerando efeitos de *feedback* ao invés de serem exportadas para o resto do mundo. O facto dessas perdas serem absorvidas por instituições residentes faz com que acabem por afetar um maior número de agentes residentes até serem efetivamente absorvidas. Nos parágrafos anteriores apresentaram-se algumas das formas como os agentes podem ser afetados, nomeadamente através do contágio por via dos balanços e por via dos canais de concessão de crédito. Se, ao invés, as perdas iniciais fossem exportadas para o resto do mundo, elas dissipariam de uma forma mais rápida do sistema dada a menor correlação entre o resto do mundo e a fonte original do choque. Neste caso, o resto do mundo assumiria simplesmente as perdas correspondentes ao risco assumido e para o qual recebeu previamente um prémio. Se pensarmos que o resto do mundo neste caso são bancos estrangeiros, esta situação replicaria muito bem o que acontece dentro de qualquer país da área do euro com problemas numa dada região. Assinale-se no entanto que este problema não seria tão grave caso o soberano tivesse autonomia monetária. Neste caso, o soberano funcionaria como uma espécie de nódulo absorvente no sentido em que recebe o choque e não o transmite.

A necessidade de uma nova forma de integração financeira

Neste contexto, é essencial aproximar os setores financiadores e aqueles que procuram financiamento no âmbito da área do euro sem pôr em causa o papel do setor bancário como principal intermediário financeiro na economia. Por outras palavras, é necessário mitigar o impacto da sobre-exposição do setor bancário a instituições residentes no fluxo de financiamento entre instituições que têm excesso de poupança e os setores não financeiros com bons projetos de investimento em qualquer país da área do euro. Tal poderá ser feito através de financiamento direto estrangeiro a empresas não financeiras (ex. obrigações colocadas no mercado de capitais internacional) ou, alternativamente, através da expansão internacional dos bancos. Esta possibilidade tem sido referida na literatura (ver Allen *et al.* (2011)) como sendo um modelo mais positivo de integração financeira, não só porque beneficia um maior número de agentes na economia (particulares e pequenas e médias empresas), mas também

porque está geralmente associada a um maior nível de compromisso para com a economia anfitriã. Esta expansão pode ser feita através da abertura de sucursais por parte de bancos estrangeiros ou através de subsidiárias. De acordo com a legislação europeia, qualquer banco que tenha uma licença bancária num Estado-membro pode abrir livremente sucursais noutro país da União Europeia, o que faz deste modelo a forma mais fácil para um banco se expandir internacionalmente neste espaço. Note-se no entanto que as sucursais não são entidades legalmente independentes, e que portanto, do ponto de vista das contas nacionais financeiras, os seus ativos pertencem às casas-mãe. Este facto torna difícil distinguir, por esta via, o financiamento concedido por estas instituições do financiamento direto estrangeiro (IFM). Em contraste, uma subsidiária é um banco autónomo detido por um grupo estrangeiro, cujos ativos se consideram como sendo detidos pelos setor monetário residente. Como tal, poder-se-á argumentar que apesar dos bancos residentes não se encontrarem diversificados, no sentido em que detêm uma sobre-exposição a instituições residentes, eles poderão pertencer a grupos financeiros presentes em vários países e portanto potencialmente diversificados geograficamente. O gráfico 4 mostra-nos, no entanto, que a quota de mercado (em percentagem dos ativos) de subsidiárias e sucursais de bancos estrangeiros mantém-se pouco significativa na maior parte dos países. De facto, apesar da pressão por parte da Comissão Europeia para que se eliminem as barreiras à expansão internacional dos bancos dentro do espaço europeu, o volume de operações de fusão e aquisição permanece reduzido e dominado por operações entre instituições do mesmo país. Esta situação contrasta com o observado nos Estados Unidos onde este mercado tem sido mais dinâmico tanto entre bancos do mesmo Estado como entre bancos de Estados diferentes (ver Garcia, 2009).

A construção da União Bancária nos Estados Unidos é um bom ponto de comparação com a área do euro. A atividade bancária interestadual nos Estados Unidos foi severamente limitada até aos anos 80, altura em que os bancos passaram a poder estabelecer mais facilmente subsidiárias em diferentes Estados, mas não sucursais. De acordo com Garcia (2009), entre 1979 e 1994, a quota de mercado de instituições bancárias de outros Estados aumentou de aproximadamente 2% dos ativos bancários para aproximadamente 30%. Apenas com as reformas realizadas nos anos 90, os grupos bancários começaram a converter muitas das suas subsidiárias em sucursais de forma a aumentar a eficiência das mesmas. O gráfico 5 compara a quota de mercado, em depósitos, de subsidiárias e sucursais de bancos estrangeiros na área do euro com a quota de mercado de bancos interestaduais (*interstate branches*) nos Estados Unidos, com este último a

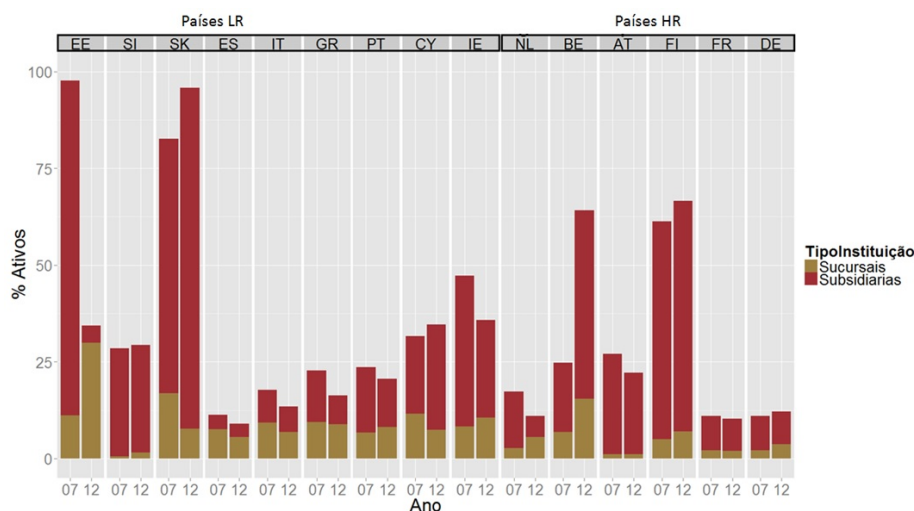


GRÁFICO 4: Quota de mercado de subsidiárias e sucursais de bancos estrangeiros em países da área do euro em 2007 e 2012.

Fonte: BCE.

apresentar valores substancialmente mais elevados⁸. Em particular, os bancos interestaduais são responsáveis por mais de 50% dos depósitos nos principais Estados dos Estados Unidos, enquanto na Europa, subsidiárias e sucursais em países como a Alemanha, França, Itália, Espanha são responsáveis por menos de 10% dos depósitos. O menor nível de integração ao nível do retalho é particularmente relevante em resultado da maior importância relativa que o sistema bancário tem na área do euro. Questionados em 2005 sobre as razões desta situação, os principais bancos europeus indicaram que as sinergias resultantes de um processo de expansão são mitigadas pela falta de uniformização ao nível da regulação prudencial, política fiscal, cultura, língua, legislação e interferência política.

Tal como aconteceu primeiro nos Estados Unidos, os bancos na área do euro têm-se expandido sobretudo por via da criação de subsidiárias (gráfico 4). Na perspetiva do regulador, esta forma de expansão evita que o país do qual o banco é originário fique responsável por garantir depósitos em países terceiros. Do ponto de vista dos bancos, e apesar da expansão através da criação de sucursais ser mais eficiente ao nível dos custos e permitir uma gestão mais centralizada, a expansão por via de subsidiárias limita o impacto potencial da falência de uma unidade do grupo. A este respeito, de Haas e van

8. Na medida do meu conhecimento, não existem neste momento dados disponíveis sobre a parcela de ativos detidos por *interstate branches* por Estado.

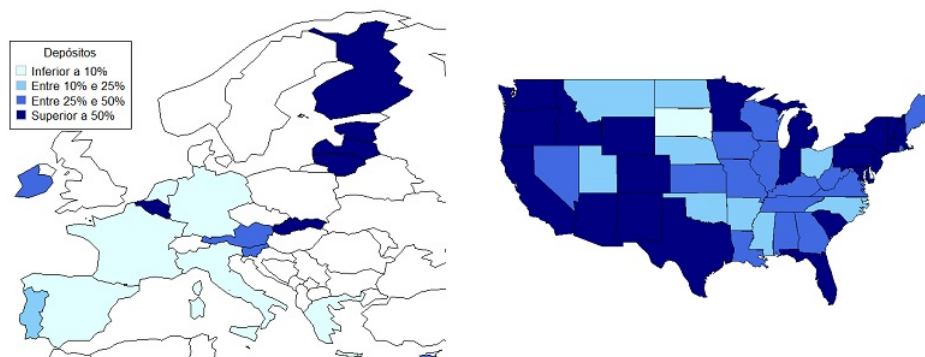


GRÁFICO 5: Percentagem dos depósitos em subsidiárias e sucursais de bancos estrangeiros nos países da área do euro e percentagem dos depósitos em *interstate branches* nos Estados Unidos em 2013 e Junho de 2014 respetivamente.

Fonte: BCE e FDIC.

Lelyveld (2011) notam que subsidiárias de bancos estrangeiros geralmente contribuem para a estabilidade do crédito nos países de acolhimento, mas que tal não aconteceu durante a Grande Recessão. De facto, durante uma crise severa poderá ser ótimo para um grupo bancário deixar uma das suas subsidiárias falir, ao invés de continuar a emprestar ou injetar capital na mesma, dado a responsabilidade limitada. A existência de responsabilidade limitada é particularmente relevante para a transmissão do risco. No caso em que uma subsidiária local de um banco estrangeiro não tenha ativos suficientes para responder aos seus compromissos, alguém terá de absorver as perdas resultantes. À semelhança de outras instituições domésticas, poderão ser os obrigacionistas do banco a fazê-lo, mas poderá também ser o fundo de resolução nacional ou mesmo o fundo de garantia de depósitos nacional, potencialmente contribuindo para reforçar a relação entre bancos e soberanos. Este facto contrasta com o que aconteceria no caso das sucursais que, por não serem instituições juridicamente autónomas, não poderiam incumprir nos seus contratos sem que as casas-mãe fizessem o mesmo. Entre as subsidiárias, Lehmann e Nyberg (2014) notam as diferentes abordagens seguidas por diferentes grupos. A este respeito, seguindo uma espécie de manual de boas práticas do Banco de Espanha, os grupos bancários com origem em Espanha têm sido referidos como apresentando um elevado financiamento a partir de fundos obtidos no país de acolhimento e um reduzido nível de financiamento intra-grupo⁹. Este tipo de comportamento mitiga os benefícios resultantes da

9. Ver Bank for International Settlements (2010)

expansão internacional dos bancos na medida em que limita a transferência de fundos entre países e torna as subsidiárias de bancos estrangeiros tão pro-cíclicas quanto os bancos domésticos. Note-se ainda que no caso em que não sejam dadas garantias por parte das casas-mãe, as subsidiárias tendem a funcionar como os bancos domésticos também ao nível dos custos de financiamento. Em contraste, os grupos bancários austríacos e italianos são apontados como tendo uma gestão mais centralizada, mais semelhante ao que ocorreria caso se expandissem através de sucursais. A rápida conversão de subsidiárias em sucursais nos Estados Unidos sugere que os benefícios em termos de eficiência são consideráveis e que essa transformação seria um passo natural na área do euro caso não existissem as referidas barreiras.

Apesar da tendência na Europa apontar para uma maior consolidação entre instituições de diferentes países, Schoenmaker (2015) conclui que ainda deverá demorar algum tempo até que ocorra uma onda de consolidação semelhante à ocorrida nos Estados Unidos. De facto, algumas das razões apresentadas pelos bancos para não se expandirem internacionalmente permanecem válidas, mesmo após a criação da União Bancária. É o caso das barreiras regulatórias. A este respeito note-se que cada país permanece responsável pela concessão de liquidez de emergência ao seu sistema bancário (*ELA*) através do respetivo banco central nacional, os sistemas de garantia de depósitos têm sido harmonizados mas os riscos não foram mutualizados e o mecanismo de resolução vai continuar numa fase transitória durante cerca de 8 anos. A falta de acordo relativamente à criação de um sistema de garantia de depósitos comum tem um impacto particularmente negativo, não só porque mantém a ligação entre bancos e soberanos, mas também porque cria uma espécie de estigma em torno da expansão internacional através de sucursais. Relativamente ao mecanismo único de resolução, e apesar de prever uma mutualização gradual dos custos potenciais resultantes de uma resolução, mantêm-se algumas dúvidas relativamente a como é que este funcionará na prática no caso de uma crise mais aguda. De acordo com Lehmann e Nyberg (2014), o processo de resolução bancária permanece complexo e pouco transparente, o que resulta não só da tentativa dos Estados-Membros de limitarem os impactos orçamentais que poderão vir a ocorrer, mas também das diferenças de legislação nos diferentes países. Adicionalmente, dada a capacidade do fundo de resolução (1% dos depósitos cobertos), torna-se essencial a existência de um suporte por parte dos Estados. A este respeito, a União Bancária prevê a possibilidade do Mecanismo Europeu de Estabilidade realizar recapitalizações diretas de bancos. Para tal foi desenvolvido um plano de repartição de potenciais perdas futuras, o qual está muito longe de representar uma mutualização dos riscos existentes. Neste contexto, é de esperar que os reguladores nacionais continuem a ter um comportamento protecionista em termos de risco (pedindo informalmente que os bancos abram subsidiárias e não sucursais e que emprestem e invistam no mesmo

país em que captam depósitos) diminuindo a vontade por parte dos bancos em expandir a sua atividade na área do euro.

À medida que o BCE toma a liderança da supervisão bancária na área do euro é possível que algumas destas barreiras possam vir a desaparecer. No entanto, Schoenmaker (2015) refere que poder-se-á observar algum desconforto ao nível dos reguladores relativamente ao surgimento de instituições demasiado grandes e complexas, podendo estes, à semelhança do que acontece nos Estados Unidos, não permitir mais consolidação por parte de grupos bancários que já sejam demasiado grandes. De acordo com o Financial Stability Board (2014), a União Bancária contribui com 9 dos 30 bancos considerados como sendo sistémicos ao nível global. Dada a sua dimensão e experiência estas são provavelmente as instituições melhor preparadas para se expandirem internacionalmente na área do euro. Os maiores bancos da União Bancária mostram no entanto quotas de mercado inferiores às dos seus equivalentes nos Estados Unidos, o que sugere a existência de espaço para mais integração. De acordo com Schoenmaker (2015), enquanto o JPMorgan e o Bank of America têm quotas de mercado em torno de 13% e 11%, respetivamente, o Credit Agricole, maior banco na União Bancária, medindo por ativos na área do euro, tem uma quota de mercado na União de 5%. Daqui se conclui que uma onda de consolidação semelhante à ocorrida nos Estados Unidos conduziria a um aumento do número de instituições sistemicamente importantes na área do euro. Em suma, este artigo conclui que uma expansão internacional preferencialmente através de um modelo de sucursais poderá ajudar na resolução do problema identificado na rede de relações quem-a-quem. No entanto, este processo poderá demorar ainda algum tempo. Para além das razões prudenciais já apontadas, os bancos poderão considerar que essa expansão não é eficiente em resultado das outras razões também já apresentadas. Simultaneamente, receios relativamente ao surgimento de bancos demasiado grandes e complexos poderão suavizar o interesse regulatório nessa consolidação internacional.

Os argumentos até agora referidos conduzem-nos à conclusão que se deverão procurar formas alternativas de evitar a concentração de risco dentro de cada país. A introdução do princípio do *bail – in* no Mecanismo Único de Resolução vai de encontro a esse objetivo ao permitir que os credores bancários, independentemente da sua origem, sofram perdas e, consequentemente, recapitalizem os bancos no caso em que os acionistas não sejam capazes de o fazer, sem que tal signifique a interrupção da atividade bancária. A criação de um mecanismo único de garantia de depósitos, a mutualização da dívida soberana ou qualquer outro tipo de seguro entre os países da área do euro também vão nesse sentido. No entanto, estas são matérias nas quais tem sido difícil chegar a um acordo. Por estas razões, este artigo argumenta que mais atenção deveria ser dada ao mercado de securitizações (*ABS*). Desde que os incentivos à monitorização da qualidade creditícia sejam mantidos, os *ABS* são uma forma eficiente de ligar os

devedores (particulares e empresas) com as instituições financeiras com excesso de poupança (não apenas bancos), ultrapassando os problemas colocados pelo *home bias* no balanço dos bancos. Os benefícios são bastante consideráveis. A par da redução do risco no balanço dos bancos (através de uma maior diversificação), os *ABS* deverão evitar a amplificação de riscos e perdas dentro de cada país sempre que surjam problemas, respondendo ao problema ao nível da rede identificado neste artigo. À medida que os bancos diversificam os seus portefólios, dever-se-ão tornar menos sensíveis a choques assimétricos, limitando também a volatilidade na concessão de crédito e melhorando a transmissão da política monetária em toda a área do euro. Considere-se, por exemplo, o caso de um banco de um determinado país confrontado com um choque idiossincrático. Considere-se também que o balanço deste banco é composto por tranches juniores de *ABS* criados por ele e por tranches séniores e subordinadas de *ABS* produzidos com base em empréstimos concedidos por bancos estrangeiros a não residentes, para além de outras classes de ativos, tais como obrigações soberanas e empréstimos não securitizados (gráfico 6). Esta situação poderia ser uma realidade caso os benefícios decorrentes da diversificação geográfica aqui mencionados fossem internalizados pelos reguladores no processo de aferição do nível de capital prudencial dos bancos^{10, 11}. Este banco encontra-se claramente menos vulnerável a choques idiossincráticos, tanto em termos de capital como de liquidez. A este respeito note-se que o facto deste banco possuir um grande volume de ativos face a não residentes, os quais poderão não ter desvalorizado ou sofrido uma alteração de nota creditícia durante uma crise mais aguda, poderá ajudar o banco a desalavancar, caso tal seja necessário, bem como a encontrar fontes alternativas de financiamento, quer por via do mercado de capitais quer por via do BCE. Esta situação contrasta com a ocorrida durante a recente crise financeira em que vários bancos, quando confrontados com maiores requisitos de capital e elevados custos de financiamento, tiveram de desalavancar rapidamente de forma a evitar uma maior diluição dos seus acionistas. Note-se que os *ABS* permitem que mesmo bancos de pequena dimensão possam aceder aos benefícios decorrentes de uma diversificação internacional do seu portefólio sem que tal implique que estes tenham de se expandir internacionalmente, o que poderá não ser eficiente no seu caso. Finalmente, assinale-se que seria consideravelmente mais fácil obter um

10. No limite, poder-se-à pensar no surgimento de instituições que aceitam depósitos, mas que apenas invistam em empréstimos securitizados.

11. Definir que tipos de empréstimos podem ser alvo de securitização é uma questão da maior relevância. Enquanto no caso dos empréstimos hipotecários pode-se pensar que é relativamente simples para um investidor fazer a sua própria avaliação, no caso dos empréstimos a PMEs poderão existir problemas relacionados com a assimetria de informação. A imposição de regras comuns, a existência de um nível mínimo de informação de balanço das empresas, uma calibração apropriada e a existência de riscos reputacionais para os bancos poderão no entanto ajudar a que estes não se limitem a desfazer-se de empréstimos problemáticos através destes produtos.

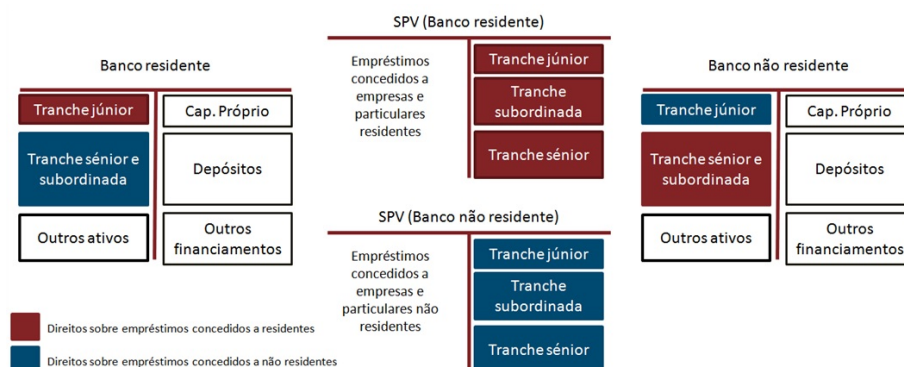


GRÁFICO 6: Utilização dos *ABS* de forma a promover a diversificação geográfica no balanço dos bancos na área do euro.

Notas: Os bancos residentes concedem crédito a particulares e empresas e colocam esses empréstimos em veículos de titularização, os quais emitem títulos que representam direitos sobre estes empréstimos. Os bancos residentes retêm a *tranche* júnior destes empréstimos e colocam no mercado as *tranches* séniores e subordinadas. A retenção da *tranche* júnior é essencial para manter os incentivos dos bancos em monitorizar créditos. Os bancos não residentes fazem o mesmo. Desde que existam incentivos à diversificação geográfica de portefólios faz sentido pensar que os bancos residentes acabarão por comprar *ABS* emitidos por bancos estrangeiros e vice-versa.

acordo com vista à criação de um mecanismo de garantia de depósitos único caso se observasse que os bancos da área do euro financiavam instituições espalhadas por toda a área e não apenas num país.

Apesar de todas estas vantagens, o mercado de *ABS* na União Bancária permanece em abrandamento desde o pico atingido em 2007 (gráfico 7). Adicionalmente, em contraste com o observado no passado, os bancos têm retido a maioria das novas emissões ao invés de as colocarem no mercado, impedindo assim uma melhor afetação dos riscos entre instituições. Altomonte e Buzzoli (2014) referem que o processo de securitização de empréstimos foi em grande medida considerado culpado pelo início e expansão da crise financeira pelo sistema financeiro global. A regulação financeira internacional desde então tem sido particularmente desfavorável a este tipo de produtos. A literatura tem apontado, no entanto, que foi a falta de regulação, mais do que o produto *per se*, a responsável por aquilo que aconteceu nos Estados Unidos (ex. falta de incentivos para monitorizar a qualidade do colateral), sendo que os *ABS* em si permitiram que as perdas não fossem inteiramente absorvidas por residentes nos Estados Unidos.

Existem no entanto alguns sinais de que as condições regulatórias poderão estar a mudar. Recentemente o mercado de *ABS* foi visto em dois artigos conjuntos do BCE e do Banco de Inglaterra como uma forma de melhorar a afetação de recursos, bem como de permitir uma melhor

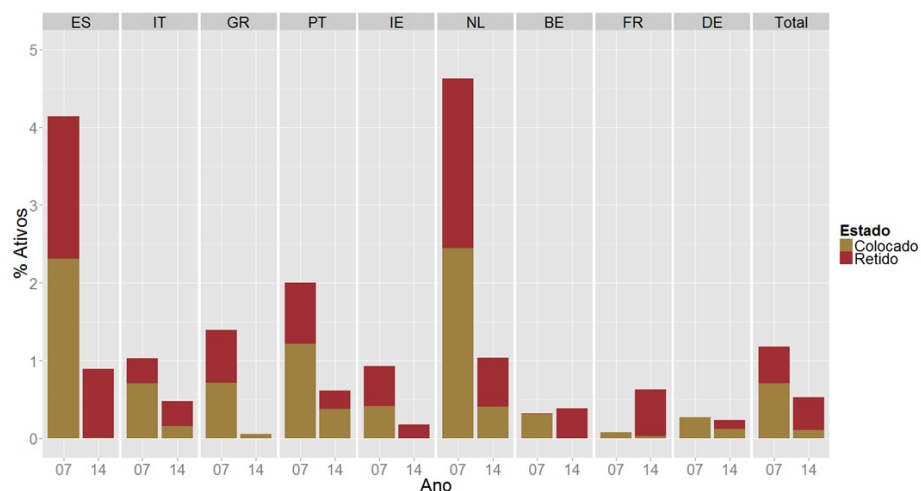


GRÁFICO 7: Emissões de *ABS* em 2007 e 2014 (% ativos dos bancos, excluindo o Sistema Europeu de Bancos Centrais)

Fonte: SIFMA

partilha de risco com impacto nos mercados de crédito, na transmissão da política monetária e no crescimento económico (ver European Central Bank e Bank of England (2014a) e European Central Bank e Bank of England (2014b)). Apesar dos benefícios dos *ABS* estarem progressivamente a ser reconhecidos, o facto deste instrumento poder vir a ser particularmente útil na mitigação da relação entre bancos e soberanos e na alteração do padrão da rede de relações quem-a-quem na área do euro não tem sido realçado. De facto, aparte da criação da União Bancária, a ação mais recente das instituições europeias, incluindo a compra de *ABS* por parte do BCE, tem-se focado na mitigação dos sintomas de fragmentação financeira (ex. diferenças nos *spreads* praticados pelos bancos em empréstimos de igual risco) e não tanto nas suas causas. Em contraste com outras medidas em implementação, o desenvolvimento do mercado de *ABS* poderia ser uma forma de ultrapassar a fragilidade identificada na rede de relações bilaterais e as suas implicações na fragmentação financeira mantendo os benefícios da intermediação bancária. Ao permitir simultaneamente mitigar a concentração de risco em cada país e aumentar a liquidez e flexibilidade do balanço dos bancos, este artigo argumenta que os *ABS* contribuem para suavizar o processo de desalavancagem com que muitos bancos da área do euro se encontram confrontados, evitando que um problema micro se torne num problema macro. Tal seria particularmente relevante na atual fase transitória caracterizada por uma União Bancária ainda incompleta, reduzida integração bancária ao nível do retalho e fraco crescimento do crédito. Os benefícios aqui

apresentados não deverão ter sido totalmente reconhecidos pelas instituições com relevância nestas matérias, as quais continuam a sobre penalizar os *ABS* vis-à-vis outras classes de ativos.

Referências

- Allen, Franklin, Thorsten Beck, Elena Carlett, Philip Lane, Dirk Schoenmaker, e Wolf Wagner (2011). *Cross-border banking in Europe: Implications for financial stability and macroeconomic policies*. CEPR.
- Altomonte, Carlo e Patrizia Buzzoli (2014). "Asset-backed securities: the key to unlocking Europe's credit markets?" Bruegel policy contribution, Bruegel.
- Bank for International Settlements (2010). "Funding patterns and liquidity management of internationally active banks." CGFS Papers 39, Bank for international settlements.
- Battistini, Niccolò, Marco Pagano, e Saverio Simonelli (2013). "Systemic risk and home bias in the euro area." Economic Papers 494, European Commission.
- Bernanke, Ben (1983). "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression." *American Economic Review*, 73(3), 257–276.
- Castrén, Olli e Michela Rancan (2013). "Macro-networks: an application to the euro area financial accounts." Working Paper Series 1510, European Central Bank.
- Cecchetti, Stephen, Robert McCauley, e Patrick McGuire (2012). "Interpreting TARGET2 balances." BIS Working Papers 393, Bank for International Settlements.
- de Haas, Ralph e Iman van Lelyveld (2011). "Multinational Banks and the Global Financial Crisis. Weathering the Perfect Storm?" DNB Working Papers 322, Netherlands Central Bank, Research Department.
- Eichengreen, Barry (2010). "Imbalances in the euro area." Discussion paper, University of California Berkeley.
- European Central Bank e Bank of England (2014a). "The case for a better functioning securitisation market in the European Union." Discussion paper, European Central Bank and Bank of England.
- European Central Bank e Bank of England (2014b). "The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them." Discussion paper, European Central Bank and Bank of England.
- Financial Stability Board (2014). "Update of group of systemically important banks (G-SIBs)." Tech. rep., Financial Stability Board.
- Garcia, Gillian (2009). "Sovereignty Versus Soundness: Cross-Border/Interstate Banking In The European Union And In The United

- States: Similarities, Differences And Policy Issues." *Contemporary Economic Policy*, 27(1), 109–129.
- Gennaioli, Nicola, Alberto Martin, e Stefano Ross (2014). "Banks, Government Bonds, and Default: What do the Data Say?" IMF Working Papers 14/120, International Monetary Fund.
- Giavazzi, Francesco e Luigi Spaventa (2010). "Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area." CEPR Discussion Papers 8008, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Lehmann, Alexander e Lars Nyberg (2014). "Europe's banking union in the global financial system: constructing open and inclusive institutions." Working Paper 175, European Bank for Reconstruction and Development.
- Merler, Silvia e Jean Pisani-Ferry (2012). "Sudden Stops in the Euro Area." *Review of Economics and Institutions*, 3(3).
- Schnabl, Gunther e Timo Wollmershäuser (2013). "Fiscal Divergence and Current Account Imbalances in Europe." CESifo Working Paper Series 4108, CESifo Group Munich.
- Schoenmaker, Dirk (2015). "The new banking union landscape in Europe: consolidation ahead?" DSF Policy Paper 49, CESifo Group Munich.
- Sinn, Hans-Werner e Timo Wollmershäuser (2012). "Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility." *International Tax and Public Finance*, 19(4), 468–508.