

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL EUROPEU NA CRISE DA DÍVIDA”

Lucas Henriques Dourado Teixeira

No. de matricula: 0810780

Orientador: Gino Abraham Olivares Leandro

Dezembro/2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL EUROPEU NA CRISE DA DÍVIDA

Dezembro de 2012

Por: Lucas Henriques Dourado Teixeira

Assinatura:

Orientador: Gino Olivares

De acordo:

Área de Pesquisa: Economia Monetária

Palavras-Chave:

1. Banco Central Europeu
2. Política Monetária Convencional e Não Convencional
3. Crise Financeira

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Meus agradecimentos serão extensos, pois como diria Jean de La Bruyère

“Não há exagero no mundo mais belo que a gratidão”, mesmo assim não conseguirei agradecer a todos que merecem.

Primeiramente agradeço aos meus pais Manoel e Virginia, por terem me dado todo o apoio que eu precisei para chegar até aqui. Agora vejo o quão importante foram aquelas broncas para que eu estudasse. Obrigado pela dedicação na minha criação e pela confiança que sempre depositaram em mim e por terem construído essa nossa família, onde cresci com aqueles que eu mais amo, Di, Ju, Rafa, Anna, Bob e Manu sem os quais meu caminho teria sido impossível de trilhar, pois foram eles meus exemplos. Minha avó Maria, que confiava que eu iria superar os obstáculos, mesmo sem conhecê-los a fundo.

À todos meus amigos do Santo Inácio tão importantes na formação do meu caráter, em especial, Araújo, Ronchini, Túlio, Ricardo e Giuli, vocês são os irmãos que a vida me deu.

A PUC me ensinou muitas coisas, mas não foi só nas salas de aula que eu tive um aprendizado. Graças aos meus amigos de PUC, que tenho certeza que irei levar para o resto da minha vida é que estou aqui hoje. Principalmente Mineiro, Ronaldo, Breno, Otávio, Fernote, Henrique, Gabriel e Maria, que estiveram comigo nos momentos de maior angústia e que estarão comigo nos bons anos vindouros. Meus amigos de MIRIN que sempre se ofereciam como um ótimo refugio quando eu precisar abstrair de Economia, em especial Ogro, Taboada e Scot.

À todos os funcionários da PUC que fizeram me sentir em casa durante esse período, principalmente os da biblioteca, Beto, Rodrigo e Toscano e os do estacionamento Russo, Ramon e Paolo.

Há também aqueles que entram na sua vida de forma inesperada e surpreendente, notavelmente Tiago Guerreiro, Daniel Camargo e Bruna Silveira. A escolha pela PUC, não foi por acaso, e sim orientada pela admiração que sempre tive pelos quadros do departamento. Obrigado a todos os professores e funcionários do departamento de economia, em especial ao Luciano.

Se não fosse pelo Prof. Gino Olivares, eu não teria me empenhado tanto nessa monografia, desde o início ele me deu a liberdade que eu precisava para poder criar esse trabalho, o fato dele aceitar me orientar mesmo em um semestre que se encontra fora das salas de aula por motivos profissionais, me inspirou a dar meu máximo para não decepcioná-lo. Espero que meu objetivo tenha sido alcançado.

Agradeço aos meus companheiros de trabalho, principalmente Bruno e Carolina por tornarem mais “doce” um dia de trabalho que poderia ser simplesmente “Normal”.

Parafraseando Issac Newton , que disse:

“Se eu vi mais longe, foi por estar de pé sobre ombros de gigantes.”

Não poderia deixar de agradecer à maior das gigantes sobre a qual eu me apoiei, Nathalia Areias, eterna moreninha, que foi minha companheira, confidente, inspiração e meu chão durante esses últimos 9 anos e a pessoa que exerceu o papel central na minha vida, me apoiando quando nem eu mesmo acreditava em mim.

Para todos vocês eu digo:

-Esse trabalho não é meu, é nosso!

“Sempre é preciso saber quando uma etapa chega no final.

Se insistirmos em permanecer nela mais do que o tempo necessário, perdemos a

alegria e o sentido das outras etapas que precisamos viver

Encerrando ciclos, fechando portas, terminando capítulos... Não importa o nome que damos...

Tudo o que chega, chega sempre por alguma razão”

Fernando Pessoa

SUMÁRIO

1.Lista de Figuras.....	7
2.Resumo.....	8
3. Introdução.....	15
4.Banco Central Europeu.....	19
5.A Crise Financeira.....	23
6.Medidas de Política Monetária Não-convencional.....	27
7.Cronograma da Ações do BCE na Crise.....	34
8. Fontes de Dados.....	42
9.Conclusão.....	43
10. Bibliografia.....	44

1. LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Empréstimos Líquidos entre o BCE e o BC Espanhol

Figura 2: Empréstimos entre o BCE e Instituições de crédito

Figura 3: Spread entre os títulos de 10 anos da Alemanha e da Grécia

Figura 4: Spread entre os títulos de 10 anos da Alemanha e da Espanha

Figura 5: Spread entre os títulos de 10 anos da Alemanha e outros países Europeus

2. RESUMO

A crise da dívida europeia, decorrida apenas uma década após a criação do euro, deixa claro o custo da imposição de uma moeda única a grupo tão heterogêneo de países. Não somente de países, mas também de instituições e de pessoas. Dentre as negativas consequências econômicas podemos citar, além da dívida de muitos países, a frágil condição de diversos bancos, os altos níveis de desemprego e os enormes déficits comerciais ostentados por muitos de seus membros.

A motivação para a criação da eurozona foi muito mais política do que econômica. Líderes políticos entenderam a medida como um passo decisivo para aprofundar a integração, usando o argumento de que a moeda comum iria suscitar nas pessoas o sentimento de unidade, de pertencer a uma mesma comunidade. Sem dúvida, a Europa vivencia, desde a sangrenta segunda guerra mundial, um período de paz que para os padrões do continente pode ser considerado bastante longo. O conflito bélico entre França e Alemanha, que sempre estiveram em lados opostos nos últimos grandes eventos, seria hoje inimaginável. Os ganhos políticos foram reconhecidos na recente concessão do prêmio Nobel da paz à Eurozona. Todavia, a criação de uma moeda única não deveria preterir os fundamentos econômicos, o que de fato aconteceu.

A Alemanha, que tinha a seu lado o sucesso do marco, com estabilidade de preços e a enorme prosperidade do pós-guerra, encarou com relutância a transição para a moeda única. Contudo, face às pressões da França e de diversos outros países, restou aos alemães vestirem o Banco Central Europeu com roupagem semelhante às do Bundesbank: independência formal, busca de estabilidade de preços e proibição de compra de títulos do governo. Além disso, conseguiram que a sede fosse localizada em Frankfurt.

A Alemanha impôs ainda a criação de um Pacto de Estabilidade e Crescimento, com sanções financeiras para o país que apresentasse déficit público superior a 3% do seu PIB bem como valores da dívida pública que ultrapassassem 60% do PIB. No entanto, já em 2005, tanto a França como a Alemanha deixaram de cumprir com estas condições e se viram obrigadas a pedir o relaxamento daquelas punições ao Conselho Europeu, o que de certa forma fragilizou o Pacto.

A criação do euro foi motivo de grande debate entre os economistas; uma moeda única significa que todos os países passam a ter a mesma política monetária, a mesma taxa básica de juros e a mesma taxa de câmbio. Economistas previram que o resultado seria uma maior flutuação do produto e do emprego, processo de ajuste mais lento à queda na demanda agregada e persistentes desequilíbrios na balança comercial com o resto do mundo. A razão para isso é simples: quando um país comanda a sua própria política monetária, consegue responder ao declínio na demanda diminuindo a taxa de juros, o que estimula a atividade econômica.

Já o Banco Central Europeu (BCE) tem que fazer política monetária baseando-se na conjuntura de todos os países do euro, o que implica em que determinada taxa de juros pode ser vista como elevada em um país com desemprego crescente e ao mesmo tempo considerada baixa em países com aumento de salários.

Um país no controle de sua própria moeda pode permitir que ela se ajuste a variações tanto na demanda externa como nas condições domésticas. Se a Grécia, por exemplo, ainda mantivesse o dracma, a queda na demanda por exportações gregas iria reduzir o valor de sua moeda, tornando os produtos gregos mais competitivos. A demanda por esses produtos aumentaria, permitindo que os gregos substituíssem bens e serviços domésticos por importados. Da mesma forma, se a produtividade grega caísse em relação aos demais países, o próprio mercado forçaria uma desvalorização do dracma, ao invés de acarretar um aumento do déficit comercial, que ocorre quando o câmbio é fixo.

A entrada na união monetária e a submissão a uma política anti-inflacionária por parte do BCE fez com que os juros fossem reduzidos em países como Espanha e Itália, onde expectativas de inflação elevada estavam sendo combatidas com aumento de juros. Famílias e governos desses países tomaram partido desses juros baixos e se endividaram. As famílias usaram a dívida para financiar a construção imobiliária, enquanto os governos financiaram déficits públicos e programas de transferência de renda.

O resultado foi o rápido aumento nas dívidas públicas e privadas em diversos países, notadamente Itália, Grécia, Espanha e Irlanda. A reação do mercado financeiro não foi proporcional ao aumento do risco, pois não se verificou uma elevação na taxa de

juros dos empréstimos para aqueles países, que se viam cada vez mais endividados. Até recentemente, o mercado assumia o título grego como tendo quase o mesmo risco do título alemão, na crença de que o guarda-chuva germânico seria grande o suficiente.

Antes da eurozona, grandes déficits fiscais tinham como consequência aumento na taxa de juros ou diminuição na taxa de cambio, sinalizações do mercado quase que automáticas e que serviam como um aviso aos países para reduzir seus endividamentos. A união monetária impediu essa etapa, que poderia ter limitado os empréstimos às famílias e aos governos.

Quando o mercado finalmente percebeu o erro de considerar todos os países do euro como igualmente seguros, as taxas de juros das dívidas da Grécia, da Itália e da Espanha cresceram rapidamente. O mercado entrou em dinâmica retroalimentadora na qual o aumento dos juros levava ao aumento do risco de insolvência e de eventual calote. Mais especificamente, o medo de que a Grécia pudesse ter problemas para pagar seus vencimentos levou ao aumento de preço da dívida grega e à expectativa de juros futuros mais elevados.

O que se iniciou como sendo uma preocupação com a liquidez da Grécia, tornou-se um problema de solvência diante do medo de que a Grécia nunca seria capaz de honrar suas dívidas. Isso provocou aumento ainda maior na taxa de juros e promoveu calote parcial no qual os detentores de dívidas soberanas gregas foram forçados a aceitar um haircut de 50%. A experiência grega elevou a percepção de risco da dívida italiana, fazendo com os juros passassem de menos de 4% para mais de 7%, levando a Itália para perto do precipício da insolvência.

Dinâmica diferente ocorreu na relação entre os bancos comerciais e os governos. Como os bancos detinham muitos títulos de governo, foram fortemente afetados por essa desvalorização. Os bancos então recorreram aos governos para proteger os depositantes e outros credores, ampliando ainda mais a crise. Na Irlanda e na Espanha, os problemas começaram com calote de hipoteca, atingindo os bancos e aumentando a dívida do governo.

Figura 1

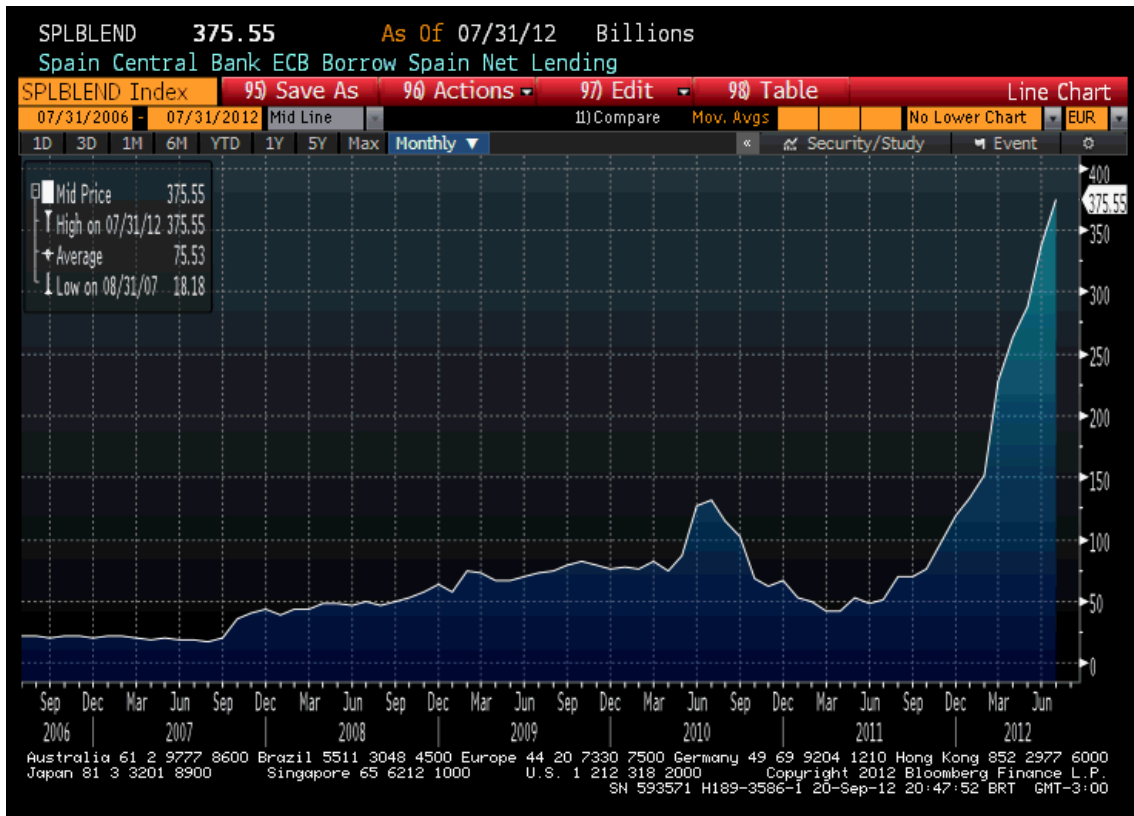


Figura 2) Empréstimos entre o BCE e Instituições de crédito



Figura 3



Figura 4

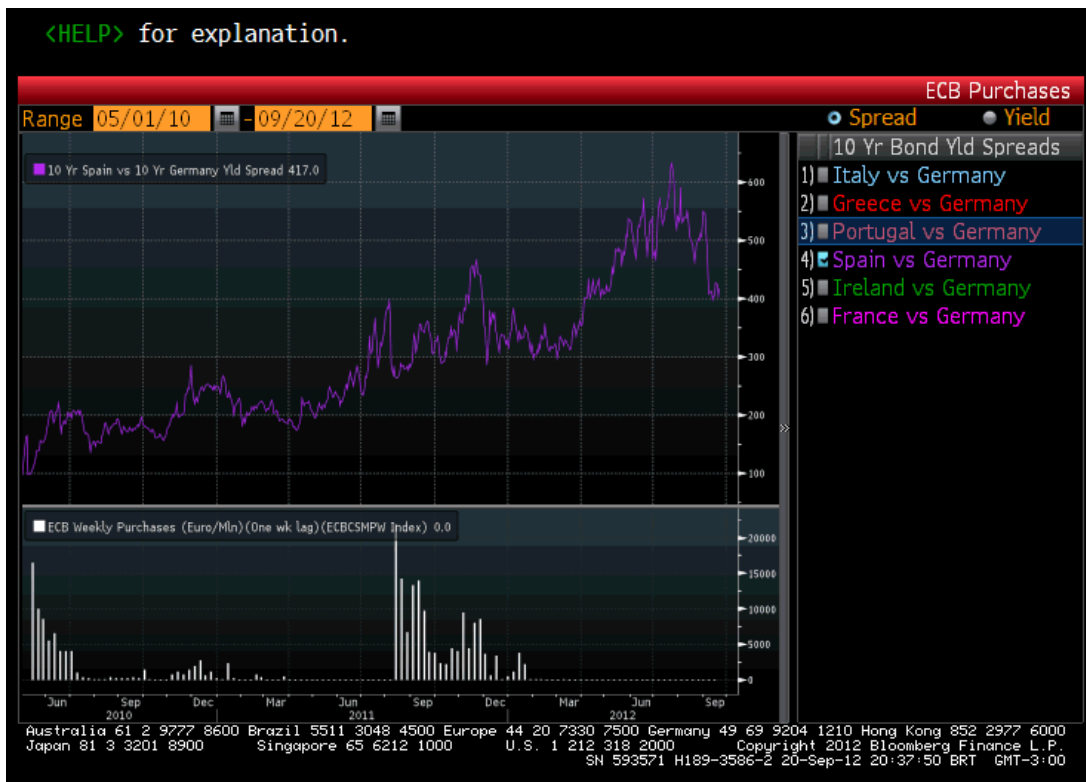
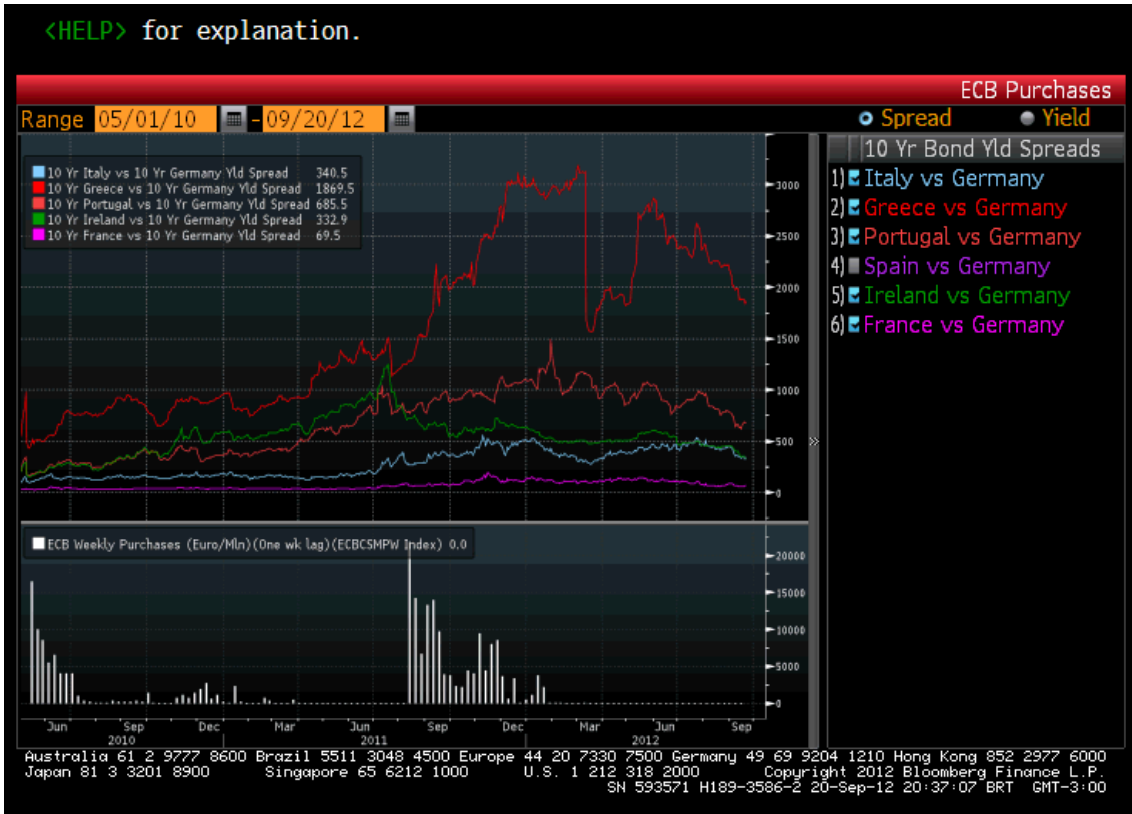


Figura 5



3. INTRODUÇÃO

No período anterior a 2009, quando teve início a crise do Euro, era consenso que a primeira década de sua existência havia sido um sucesso. No entanto, a partir de 2010, déficits fiscais e dívidas soberanas insustentáveis lançaram ondas de choque nos mercados internacionais e marcaram o começo da crise da dívida, surgindo assim dúvidas quanto à sobrevivência da zona do Euro.

A atual crise econômica mundial está no centro do debate econômico. É a mais grave da história desde a verificada em 1929. Além disso, podemos estar mergulhando no período mais longo de recessão econômica, caso as medidas adotadas, pelos policy-makers, não surtam efeito. Ao mesmo tempo, poucas instituições têm tamanha capacidade de afetar o mundo com as suas decisões como o BCE, responsável pela condução da política monetária de 17 países e tendo como objetivo primário a manutenção do poder de compra e da estabilidade de preços na zona do euro.

Criado pelo tratado de Maastricht como sendo uma instituição europeia politicamente independente e responsável pela implementação da política monetária da zona do euro, o BCE administra as reservas estrangeiras dos estados membros, conduz as operações de câmbio e detém o monopólio da emissão de moeda e sua integridade financeira é fundamental para a estabilidade da zona do Euro¹. Tem como objetivo primário a manutenção da estabilidade de preços² - que no entendimento dos europeus se dá com uma inflação beirando os 2%. Para conseguir atingir tais objetivos o banco conta com as chamadas medidas convencionais de política monetária, atuando principalmente na taxa de juros do overnight no mercado interbancário e ajustando a oferta monetária através de operações no mercado aberto. Em tempos normais o banco central não se envolve com empréstimos para o setor privado nem para o governo dos países membros. Ao controlar o nível da taxa de juros, a autoridade monetária consegue administrar a liquidez no sistema e perseguir seu objetivo de manutenção da

¹ FRANKEL, J. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Time. National Bureau of Economics Research, Cambridge, MA, Setembro 1999, p. 3.

² Objetivos da Estabilidade de Preços. Disponível em:
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html> Acesso em: 15/11/2012

estabilidade de preços no médio prazo. Essa forma tem se mostrado a que melhor controla os ciclos econômicos.

Em cenários turbulentos e de incerteza como o que estamos vivenciando, por vezes as políticas convencionais não conseguem produzir os efeitos esperados dentro dos prazos. Diante dessa situação o BCE evoca outros instrumentos, a princípio temporários - os chamados instrumentos não convencionais de política monetária - que podem ser definidos como políticas que miram diretamente nos custos e na viabilidade dos bancos, das famílias e das empresas de se financiarem. Como o custo de se financiar externamente está geralmente sendo cobrado com um prêmio de risco sobre a taxa interbancária de curto prazo com a qual a autoridade monetária se financia, medidas não convencionais podem ser vistas como uma tentativa de se reduzir os spreads entre as taxas de financiamento.

O Banco é proibido de exercer o papel de prestador de última instância, portanto não pode emprestar dinheiro diretamente para os governos dos estados membros.

Entre as medidas não convencionais de política monetária está o financiamento das instituições financeiras com prazo de três anos, com a primeira operação realizada em dezembro do ano passado; a aprovação de critérios de elegibilidade dos bancos para esses financiamentos; e medidas de controle de riscos específicos para a aceitação, em um conjunto de países, de direitos adicionais de crédito que deverão resultar em aumento dos tipos de ativos a serem utilizados como garantia de operações financeiras. Muitas novidades têm surgido nessa área nos últimos tempos, principalmente com o lançamento do Outright Monetary Transactions - OMT. Tal programa é inovador, pois permite a compra de títulos soberanos dos países que façam parte do European Stability Mechanism. Assim, o BCE se sobrepõe aos demais bancos centrais europeus e assume a posição de “prestador de última instância”. O OMT se apresenta como um programa em consonância com a política de aumentar o âmbito de atuação do BCE. No entanto, é cabível uma crítica a esta atuação: a incapacidade desse órgão de regular todo o sistema bancário dos países membros. Tal controle é um movimento recente, e pode causar estranheza e dificuldades ao ser aplicado, tendo em vista que esta atividade era feita por cada autoridade monetária interna.

Cumpra observar que a vocação do BCE é a resolução de desequilíbrios sistêmicos. Não faz parte de sua atuação primária a resolução de problemas observados dentro de cada sistema bancário. No regime anterior ao lançamento do OMT, a saída de capital de um país, proveniente da venda de um título do governo resultava em condições monetárias mais apertadas. A venda de títulos soberanos sobre um regime de taxa fixa coloca uma forte pressão positiva no yield do papel. O aperto monetário se dá até que outra fonte de capital externo, privado ou do BCE consiga anular essa saída. É importante perceber que uma situação monetária frágil eleva o risco de calote soberano e de falência dos bancos. Assim foi no caso da Grécia, que se repete na Espanha, no qual o aperto monetário se tornou um problema crônico, na medida em que os bancos não mais possuíam recursos para dar em garantia ao BCE. Com a implantação do OMT, o BCE pode substituir saída de capital do mercado de títulos soberanos por meio de compras diretas.

Percebe-se, portanto, que a criação do OMT representa uma ruptura com a antiga lógica, e um marco, trazendo uma nova forma de enfrentar a crise. No entanto, tal programa não agirá sozinho na resolução da atual situação, pois, apenas com ele, não se atinge a raiz real do problema, qual seja, o desequilíbrio entre os países da Zona do Euro. O OMT deve ser encarado como um paliativo, uma forma de ganhar tempo .

A credibilidade de seus pedidos depende em larga medida das ações que ele irá realizar (comprar quantidades quase infinitas de títulos públicos) , como também do que não irá fazer (comprar títulos de países que não satisfazem as condições). É nas suas atitudes, sejam elas comissivas ou omissivas, que se determinará a sua forma de atuação e, conseqüentemente, o seu sucesso. Assim, decidir por comprar títulos de países que não satisfaçam as condições, por exemplo, podem dar um indicativo negativo ao mercado. Com isso se faz necessária uma atuação firme e rígida, pois, sem uma ameaça aos que não se comportam adequadamente, ocorre uma perda de credibilidade, abrindo espaço para que investidores e governos se comportem como “caroneiros”.

O problema de se ater a tal ameaça é que o BCE passa a colocar a credibilidade dele em cheque sempre. Afinal de contas , se os mercados passam a acreditar que o BCE vai deixar de financiar governos errantes, eles passarão a fugir de países participantes do programa ao primeiro sinal de que a condicionalidade não esta sendo

atendida. Tendo em vista que o crescimento da periferia continua fraco, a Zona do Euro ainda está sujeita a um equilíbrio ruim de longo prazo.

Durante sua aplicação, os OMT's permitem aos mercados financeiros um alívio. Aparentemente, o auge da crise já passou, pelo menos por hora. No entanto, a questão existencial, o acordo político nos elementos chaves da união bancaria e fiscal estão apenas começando. A não ser que isso seja resolvido, a Zona do Euro continuará sendo fonte de incerteza.

4. O BANCO CENTRAL EUROPEU

Em outubro do ano passado o BCE adotou novas medidas não convencionais de política monetária incluindo o compromisso de manter pelo menos por certo prazo a irrestrita disponibilidade de capitais a juros fixos, a alocação de duas operações de financiamento de prazo mais longo, com vencimento de 12 e 13 meses, e um segundo Programa de Aquisição de Obrigações, também conhecido como CBPP2, de sua sigla em inglês Covered Bond Purchase Programme.

Essas medidas complementam a retomada das compras de ativos através do Programa para o Mercado de Valores Mobiliários, ou SMP (Securities Markets Programme) que o BCE aprovou em agosto de 2011, em resposta ao agravamento da crise da dívida soberana. Além destas medidas não convencionais, o Conselho do BCE decidiu também não alterar a taxa de juros aplicável às principais operações de refinanciamento³.

Dentre os objetivos de política monetária, o BCE tem especial foco na estabilidade de preços. Este é o principal objetivo que os governos da zona do euro têm delegado ao BCE como banco central independente e está consagrado no Tratado da União Europeia.

Embora o BCE esteja vinculado ao objetivo principal de manter a estabilidade de preços, cabe a ele também a definição do que venha a ser “estabilidade de preços”. Desde o início do euro, em 1999, definiu-se estabilidade de preços com a taxa de inflação limitada a 2% no médio prazo⁴.

Esse objetivo foi sempre alcançado até o final de setembro de 2011, mesmo diante da crise financeira que começou no verão de 2007 e que já está em seu quinto ano de vida. Apesar das dificuldades destes tempos, o desempenho na manutenção da estabilidade de preços é excelente e supera qualquer dos antecessores nacionais do

³ Discurso de José Manuel González-Páramo na X Jornadas de Política Económica, Málaga, 21 de outubro de 2011. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html Acesso em: 11/11/2012

⁴ FELDSTEIN, M. The Euro and The European Economic Conditions. National Bureau of Economics Research. Cambridge, MA, Novembro 2011, p. 4.

BCE⁵. A taxa de inflação média de cerca de 2% comprova não apenas o êxito do euro como moeda, mas também que BCE tem sido bem sucedido como seu banco central.

A busca pela estabilidade de preços exige como pré-requisito mecanismos de transmissão da política monetária que sejam fluidos e eficazes. Quando funcionam, as decisões sobre a taxa de juros - no caso do BCE, a taxa básica oferecida nas principais operações de refinanciamento - afetam a inflação e a atividade econômica de várias formas, em linha com as condições empíricas conhecidas.

O ponto de partida do mecanismo de transmissão da política monetária é a taxa de overnight do mercado interbancário. A partir deste segmento, as taxas de juros são transmitidas pela curva de rendimentos e pela formação de expectativas em função das taxas de juros no longo prazo. Além disso, os bancos e demais participantes do mercado financeiro transmitem essas taxas de juros para empresas e outros tomadores e assim afetam a atividade econômica.

Na zona do euro, três segmentos de mercado são especialmente importantes para a transmissão da política monetária, que tiveram especial relevância na crise financeira: o mercado interbancário, o mercado de títulos ou obrigações e em terceiro lugar, o mercado de dívida soberana.

Em circunstâncias normais, o Euro sistema calibra a quantidade de liquidez cedida pelo BCE aos bancos em suas operações de financiamento visando atender a necessidade de liquidez do sistema como um todo. O objetivo deste ajuste é igualar as chances de que os bancos estejam em posições de liquidez abundante ou curta no último dia do período de manutenção de reservas. Se alcançado, o custo da liquidez do banco central no mercado interbancário deverá ser semelhante à média das taxas marginais de crédito e de depósito: em outras palavras, será idêntica às taxas de juros das principais operações de refinanciamento. A arbitragem intertemporal garante que, mesmo nos dias finais do período de manutenção, a taxa do overnight seja igual à taxa das operações de refinanciamento⁶.

⁵ Benefício da Estabilidade de Preços. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/benefits/html/index.en.html> Acesso em: 15/11/2012

⁶ Discurso de José Manuel González-Páramo na X Jornadas de Política Económica, Málaga, 21 de outubro de 2011. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html Acesso em: 11/11/2012

No entanto, um pré-requisito essencial para o bom funcionamento dos mercados interbancários é que os bancos emprestem uns aos outros e que a liquidez seja fluida entre os participantes do mercado. A liquidez fornecida pelo banco central é baseada nas necessidades agregadas de liquidez dos bancos. Se a liquidez não circular, é muito difícil calibrar seu adequado fornecimento. E o que é mais grave, se alguns bancos tiverem limitado seus acessos ao mercado interbancário, poderão ter que pagar taxas muito altas. Como resultado, as taxas do mercado monetário poderão aumentar significativamente em relação à taxa das principais operações de refinanciamento, dificultando assim o ponto de partida do mecanismo de transmissão da política monetária.

Em geral, o bom funcionamento do mercado de títulos é essencial para a transmissão da política monetária. Constituem-se em importante fonte de financiamento para os bancos da zona do euro e ao contrário do que acontece em outras áreas monetárias, os bancos são a principal fonte de crédito. Portanto, as condições dos mercados de títulos são um fator determinante da capacidade dos bancos de conceder crédito a seus clientes.

No que se refere a títulos soberanos, podemos distinguir pelo menos três canais que influenciam a transmissão da política monetária. Em primeiro lugar, o canal de preço. Na condição de "risco zero", os títulos soberanos tradicionalmente têm servido como benchmark, como piso mínimo para taxas de juros que os bancos aplicam a empréstimos e também para os preços de títulos e de outros contratos financeiros. Dada à suposta qualidade de "ativos sem risco", a posse dos títulos soberanos tem sido incentivada pelos reguladores como um ativo líquido. Isto se aplica especialmente bem à nova proposta de regulamento do risco de liquidez, como parte do Acordo de Basileia III. Em segundo lugar está o canal do balanço financeiro: variações nos preços de títulos soberanos afetam o valor nos balanços bancários dos títulos mantidos para negociação ou venda. Finalmente temos o canal de liquidez: títulos soberanos tornaram-se a principal fonte de garantia de crédito interbancário.

Além de manter a estabilidade de preços e do mecanismo de transmissão da política monetária, o BCE pode perseguir outros objetivos de política monetária Tratado

da União Europeia prevê também que, sem prejuízo da meta, o BCE deve "apoiar as políticas econômicas gerais da União" e "agir de acordo com o princípio da economia de mercado aberto e de livre concorrência, favorecendo uma alocação eficiente de recursos". O Tratado prevê ainda que o BCE "deve contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes em matéria de prudente supervisão das instituições de crédito e da estabilidade do sistema financeiro."

Em vários momentos da crise financeira, incluindo a situação atual, a estabilidade financeira tem estado em perigo. O que isso significa na prática para o BCE? Nos termos do Tratado, há uma ordem lexicográfica de objetivos: o primeiro é a estabilidade de preços, e uma vez garantida, o BCE pode contribuir para a estabilidade financeira. Portanto, não cabe transigir com a estabilidade de preços em favor da estabilidade financeira. Na verdade, a estabilidade de preços é uma condição necessária para a estabilidade financeira e, portanto, a melhor contribuição possível da política monetária para a estabilidade financeira.

Não obstante, deve-se acentuar que uma vez assegurada à estabilidade de preços, o BCE deve apenas contribuir para a boa gestão do sistema financeiro. São os governos os responsáveis pela estabilidade financeira. De fato, se os governos reagirem adequadamente aos riscos para a estabilidade financeira e os bancos reforçarem e reestruturarem eficazmente seus balanços, o BCE pode adotar um menor elenco de medidas não convencionais para restaurar o mecanismo de transmissão da política monetária⁷.

⁷ Discurso de José Manuel González-Páramo na X Jornadas de Política Económica, Málaga, 21 de outubro de 2011. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111021_1.es.html Acesso em: 11/11/2012

5. A CRISE FINANCEIRA

A atual crise financeira global apresenta, em sua origem, dois grandes episódios: a crise nas hipotecas sub-prime, amplificada pelo colapso do Lehman Brothers, e a crise da dívida soberana.

Os dois episódios compartilham algumas causas: durante a chamada "grande moderação" - com crescimento estável, baixa inflação, e distribuição de riscos que supostamente melhorara a eficiência e a resiliência dos mercados financeiros - o que na verdade ocorreu foi uma avaliação incorreta do risco: de fato, o risco de hipotecas sub-prime e dos produtos financeiros adjacentes foi severamente subestimado. O mesmo aconteceu com os mercados de dívida soberana, pois não havia diferenças significativas entre prêmios de risco dentro da zona do euro, apesar da evolução acentuadamente divergente da dívida e déficits dentre os países membros.

Posteriormente, tanto os riscos de hipotecas sub-prime como da dívida soberana foram supervalorizados e os mercados se alteraram rapidamente, impulsionados pelo contágio e por uma extrema aversão ao risco. Subjacente à crise, portanto, houve fragilização considerável dos mercados, dando margem ao questionamento da eficiência dos mercados financeiros de forma mais ampla.

Pelo menos três aspectos da crise das hipotecas subprime também contribuíram para a atual crise da dívida soberana. Primeiro, enfraquecimento dos balanços dos bancos, ainda convalescentes quando a crise da dívida soberana se tornou o centro das atenções em maio de 2010. Em segundo lugar, os apoios fiscais concedidos aos bancos e a adoção de pacotes de estímulos fez piorar ainda mais as dívidas e déficits públicos. Terceiro, a falência do Lehman Brothers abalou enormemente a confiança na solidez do sistema financeiro.

Apesar da raiz da crise atual encontrar-se na zona do euro, certamente não se registra crise com o euro, cujo valor se manteve solidamente; trata-se de crise de dívida soberana, centrada em determinados países.

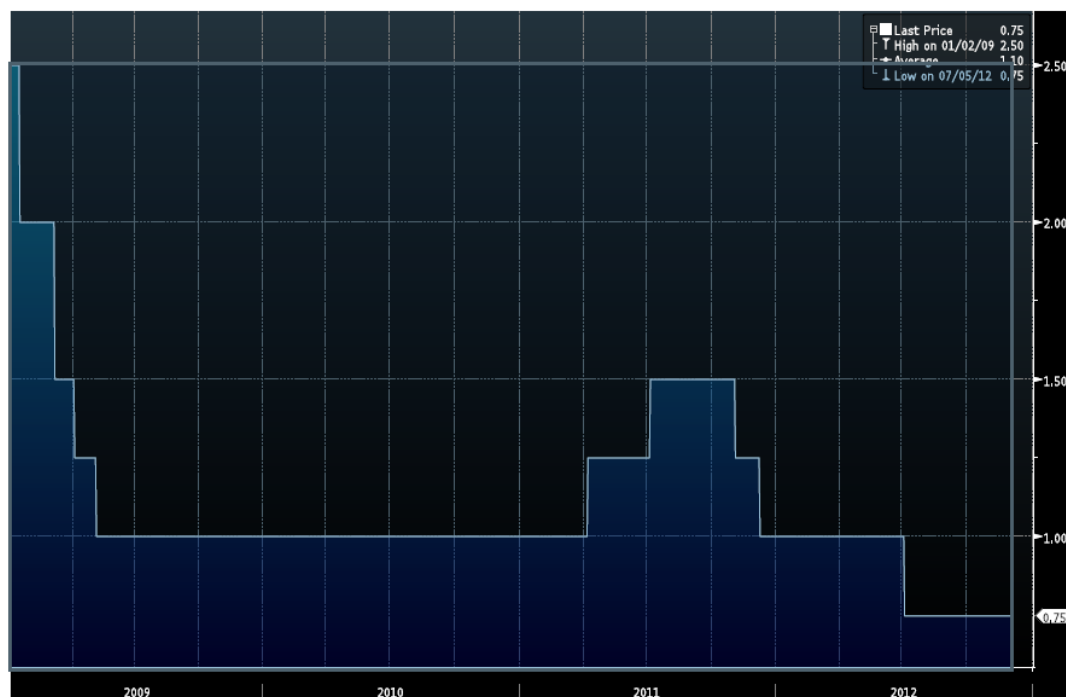
Dois aspectos certamente contribuíram para o agravamento da crise: primeiro, alguns países acumularam dívidas e débitos, tornando-se vulneráveis a uma perversa dinâmica de insustentabilidade e autoindução.

Em segundo lugar, o Pacto de Estabilidade e Crescimento foi efetivamente suspenso quando a França e a Alemanha escaparam da aplicação rigorosa de sanções por descumprir os limites de dívida e de déficit em 2003. A governança da união econômica, que deveria complementar a união monetária, mostrou-se deficiente.

O instrumento mais importante da política monetária convencional é a taxa de juros oficial: no caso do Euro sistema, é a taxa mínima aplicável às operações de refinanciamento semanais⁸. Mesmo sendo o instrumento básico, as condições criadas pela crise financeira e econômica exigiram um agressivo corte na taxa de juros: após o colapso do Lehman Brothers, o BCE reduziu, em um período de sete meses, a taxa de financiamento em 325 pontos base, de 4,25% para 1%, em recorde de baixa.

⁸ Decisões tomadas pelo conselho do BCE. Disponível em: <http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2012/html/gc121123.pt.html> Acesso em: 30/11/2012

EURR002W Index (ECB Main Refinancing Rate)



The BLOOMBERG PROFESSIONAL service, BLOOMBERG Data and BLOOMBERG Order Management Systems (the "Services") are owned and distributed locally by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg L.P. ("BLP"). BLP provides BFLP with all global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. The Services include electronic trading and order-routing services, which are available only to sophisticated institutional investors and only where necessary legal clearances have been obtained. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice or guarantee the accuracy of prices or information in the Services. Nothing on the Services shall constitute an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates. BLOOMBERG, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKET, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG BONDTTRADER, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO, BLOOMBERG PRESS and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries.

Bloomberg ©Charts

1 - 1

Mas a crise financeira exigiu do BCE ir além da política convencional de taxa de juros. Vale aqui tecer comentários a respeito da política monetária não convencional e os três segmentos de mercado acima mencionados: o mercado interbancário, o mercado de títulos, e o da dívida soberana⁹.

O mercado interbancário

A crise em hipotecas sub-prime foi sentida nos mercados interbancários no início de agosto de 2007, quando as taxas overnight começaram a ser negociados com

⁹ A Zona do Euro e a Crise da Dívida Soberana. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120628_1.en.html Acesso em: 18/10/2012

um spread excepcionalmente alto sobre as principais operações de refinanciamento. Isto foi devido à percepção da necessidade de alguns bancos de se proteger contra o risco em cenário adverso de liquidez. A queda do Lehman Brothers transformou as tensões do mercado financeiro em profunda crise, com aumento do risco de liquidez de crédito e operações interbancárias praticamente suspensas. Enquanto isso, os mercados monetários foram enormemente segmentados, com alguns bancos sendo profundamente afetados: a incerteza quanto as carteiras de bancos relacionados com hipotecas deixaram determinadas entidades sem acesso ao mercado interbancário.

Na crise da dívida soberana, a segmentação se constitui em problema ainda mais grave, na medida em que normalmente ocorre pelos países a que pertencem os bancos. Consequentemente, a capacidade das contrapartes em operar no mercado interbancário internacional fica cada vez mais correlacionada com o que se considera risco do emissor soberano.

Em resposta à segmentação dos mercados interbancários, diante do qual a política monetária convencional não tem o efeito desejado, o BCE adotou quatro medidas que, basicamente, substituíram a intermediação ausente do mercado interbancário por uma intermediação cada vez maior do banco central: primeiro, a política de plena oferta à taxa fixa; segundo, as operações de refinanciamento de prazos mais longos de 6 a 12 meses; em terceiro lugar, as operações de liquidez em moeda estrangeira, e quarto, uma expansão adicional da lista de garantias aceitas pelo BCE.

6. MEDIDAS POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL

Embora as tensões do mercado monetário em agosto de 2007 tenham sido respondidas com alguns leilões de taxa fixa, com colocação total no overnight, a partir de 15 de outubro de 2008 foi introduzida a política de plena oferta a juros fixos em todas as operações de financiamento, independente do prazo de vencimento. Nessas condições, as ofertas são plenamente cobertas, desde que as contrapartes apresentem garantias adequadas e sejam financeiramente sólidas. Esta política tem comprovado ser uma maneira muito eficaz de combater o risco de liquidez do mercado ao assegurar aos bancos o acesso contínuo à liquidez. É também um instrumento muito flexível, já que são as próprias entidades de contrapartida as que controlam, através de suas demandas, a oferta de liquidez do banco central. Neste contexto, o declínio da redução da demanda de caixa pode ser considerado um indício de normalização.

A política de plena colocação a juro fixo é provavelmente a medida não convencional mais importante aplicada pelo BCE e foi complementado com operações em 6 e 12 meses, que ajudam a reduzir o risco de financiamento de liquidez do sistema bancário no longo prazo e se constituíram em um importante instrumento após a queda do Lehman Brothers. Ainda que no final de 2009 tenha havido a decisão de eliminar essas operações gradualmente, em agosto de 2011 o BCE decidiu reintroduzi-las, realizando uma operação de seis meses e, posteriormente concedendo novas operações com vencimentos de 12 e 13 meses que alcançarão o final de 2013.

O terceiro elemento das medidas não convencionais, a cooperação internacional dos principais bancos centrais tem se mostrado crucial, especialmente os swaps com o Federal Reserve dos EUA que permitiram fornecer leilões de liquidez em dólares com colocação total a uma taxa fixa, para ajudar a aliviar as pressões de financiamento nos mercados cambiais. Estas operações foram implementadas após a queda do Lehman Brothers, mas sua demanda caiu drasticamente durante 2010.

Finalmente, a resposta à crise tem incluído uma expansão dos ativos de garantia. As principais características do sistema de garantias do Euro sistema são: a aceitação de ativos muito diversificados; a participação de um vasto leque de entidades de contrapartidas; em todas as operações de crédito são admitidos os mesmos tipos de

ativos de garantia; e, finalmente, os critérios de elegibilidade são comuns para toda a zona do euro e se compartilham as eventuais perdas em caso de inadimplência de uma entidade de contrapartida.

Dispor de uma ampla base de ativos de garantia, o que na área do euro tem origem na necessidade de acomodar a diversidade de seu sistema financeiro, tem sido fundamental na atenuação da crise. Reveste-se de especial importância a possibilidade de aumentar a liquidez dos ativos e contrapartidas em momentos de stress. Note-se que a crise financeira levou outros grandes bancos centrais a expandir significativamente o seu sistema de garantias em suas operações de mercado.

O Euro sistema, no entanto, só teve que fazer pequenos ajustes no seu sistema de segurança. Podem-se citar dois exemplos: em outubro de 2008, passou-se a aceitar como garantia na zona do euro¹⁰ determinados ativos securitizados em moeda estrangeira e, por outro lado, a qualidade de crédito mínimo de ativos (excluindo ativos titularizados) diminuiu de A- para BBB.

No âmbito das garantias, outra resposta à crise da dívida soberana tem sido suspender a aplicação da classificação de crédito mínima exigida de instrumentos de dívida negociáveis, presentes e futuras, emitidos ou garantidos por governos gregos, irlandeses e português, tudo sob programas com o FMI e da UE.

Deve-se ressaltar, no entanto, que o sistema de garantias é flexível. Como parte de gestão de risco tradicionalmente conservadora, alguns requisitos também se tornaram mais rígidos em função da crise. Por exemplo, a admissibilidade dos ativos securitizados em moeda estrangeira foi suspensa em janeiro de 2011, enquanto os requisitos de qualidade de crédito dos ativos titularizados foi geralmente reforçada, exigindo-se atualmente pelo menos duas classificações AAA no momento da emissão.

A política de colocação total à taxa fixa e um sistema de salvaguardas ampla servem como elementos importantes de estabilização automática contra choques financeiros. O termo "estabilizador automático" é frequentemente aplicado a certos elementos dos sistemas fiscais e de transferência que tendem a compensar flutuações na atividade econômica, sem recorrer à intervenção discricionária das autoridades fiscais

¹⁰ EICHENGREEN, B. Is Europe an Optimum Currency Area? National Bureau of Economics Research. Cambridge, MA, Janeiro 1991, p. 9.

competentes. No entanto, pode-se dizer que a colocação total à taxa fixa e o sistema de garantia diminuem a demanda por liquidez também de forma automática.

Pensemos na oferta irrestrita a juros fixos contra o fornecimento de uma vasta gama de ativos de garantia: se a demanda é alta, a oferta de liquidez é alta e, dentro dos limites estabelecidos pelas bandas de taxas de juros, as taxas de mercado cedem, reduzindo as tensões. No entanto, se a demanda por liquidez diminui, as taxas do mercado monetário sobem novamente e se aproximam do tipo das operações principais de refinanciamento, tornando-se menos interessantes. Além disso, se as turbulências financeiras afetam particularmente determinados segmentos de mercado, tais como obrigações ou certas securitizações, seu possível uso como garantia contribui para a liquidez desses títulos.

No que se refere ao mercado de obrigações, uma resposta inovadora foi o lançamento, em julho de 2009, do primeiro programa de compra de títulos (CBPP1, Covered Bond Purchase Programme). Esta iniciativa teve quatro objetivos: primeiro, reduzir as taxas de mercado monetário a prazo; segundo, aliviar as condições de financiamento para instituições de crédito e empresas; terceiro, estimular instituições de crédito a manter ou expandir o crédito às famílias e empresas; e quarto, melhorar a liquidez em importantes segmentos de mercados de valores mobiliários de dívida privada.

O primeiro programa foi anunciado em maio de 2009 e entre julho de 2009 e julho de 2010 foram adquiridos 60 bilhões de euros em obrigações. O programa foi bem sucedido, restaurando a atividade dos mercados primários de títulos. No entanto, o posterior ressurgimento da crise da dívida soberana voltou a colocar os mercados de títulos sob pressão considerável. Portanto, na sua reunião de 06 de outubro de 2011, o BCE decidiu anunciar um segundo programa de compra de títulos, para aquisição adicional de 40 bilhões de euros por ano a partir de novembro de 2011. Este segundo programa de compras associa-se ao primeiro com o objetivo de facilitar as condições de financiamento e incentivar as instituições a manter ou expandir a oferta de crédito, assim como apoiar a liquidez nos mercados de renda fixa privada.

O Programa de Mercados de Valores Mobiliários

O comportamento disfuncional do mercado de bônus soberanos em alguns países da área do euro tornou-se cada vez mais patente em maio de 2010. Considerações a respeito do papel crucial que este segmento desempenha como pilar básico do sistema financeiro suscitou o lançamento de um dos marcos mais notáveis da política monetária não convencional: o Programa de Mercado de Valores Mobiliários (SMP, Securities Markets Programme).

Seu objetivo central é manter o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária pela promoção de certos segmentos-chave das dívidas públicas e privadas.

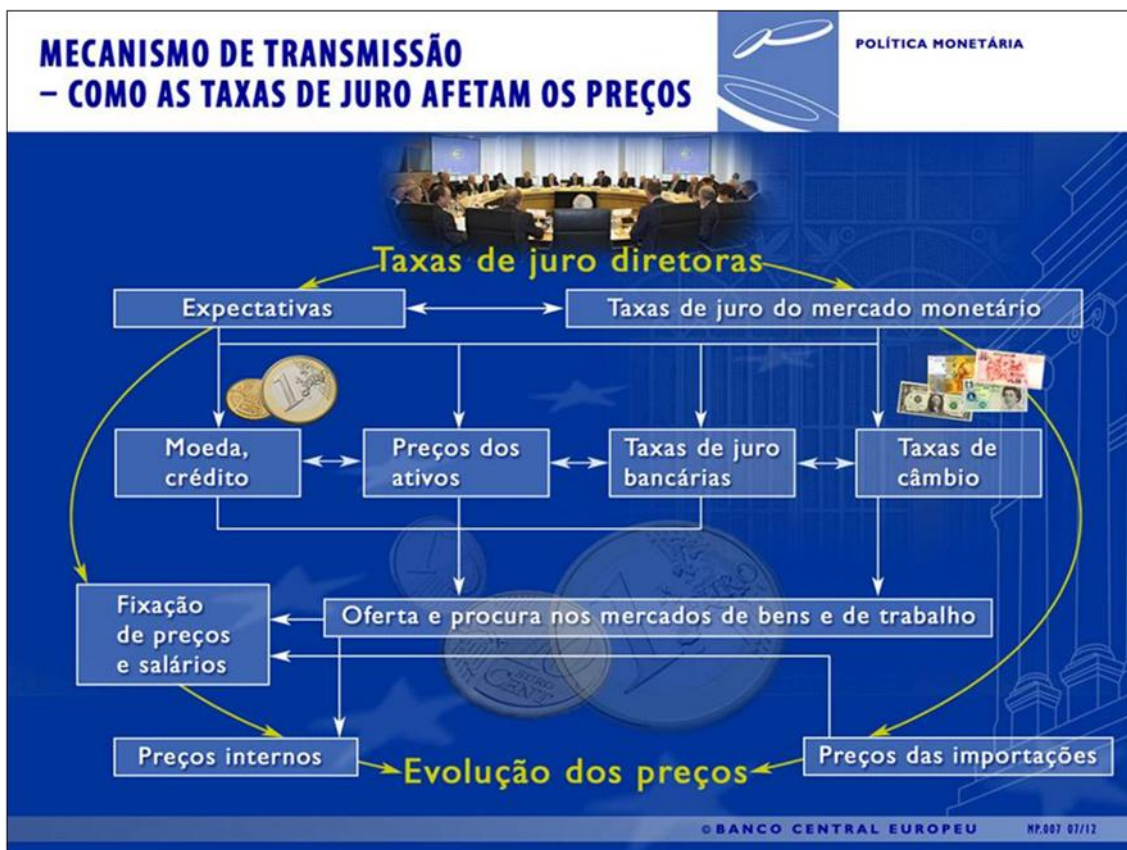
A deterioração do mecanismo de transmissão causada por tensões no mercado de títulos do governo pode ser considerável. Tal pode acontecer, inicialmente, através do canal de preço, uma vez que distorce a "taxa livre de risco", uma referência para a determinação de preços de ativos nos demais mercados. A queda no valor das carteiras de títulos soberanos também afeta os balanços dos bancos e reduz, através do canal de liquidez, o valor da dívida pública como garantia. Todos esses canais afetam a capacidade dos bancos e outros participantes em desempenhar suas funções na transmissão da política de taxa de juros, pois reduzem o seu papel de intermediação e pode forçar uma contração do crédito.

A SMP deve ser claramente distinguida da política de afrouxamento quantitativo como o que foi operado pelo FED (quantitative easing). Embora o objetivo do SMP seja o de restaurar o mecanismo de transmissão, a flexibilização quantitativa visa injetar mais liquidez do banco central para estimular a economia. Assim, a aplicação desta medida, como executada pelo Banco da Inglaterra, busca metas quantitativas específicas. Em contraste, o volume de aquisições de SMP baseia-se na estratégia de intervenção para melhorar o funcionamento do mercado. Destaque-se que a liquidez injetada no sistema através da aquisição de SMP é reabsorvida semanalmente com o objetivo específico de neutralizar os impactos do programa sobre a liquidez.

É importante notar que, com sua contribuição para o mecanismo de transmissão da política monetária, a SMP, em conjugação com as operações de absorção de liquidez, é voltada para a estabilidade de preços. Portanto, a SMP é em grande parte um instrumento inovador com o propósito de estabilizar preços de forma ortodoxa.

Podemos agora analisar as medidas de políticas convencionais e não convencionais. A política convencional consiste basicamente nas decisões sobre as taxas de juros. Elas afetam diretamente as taxas dos bancos e do mercado monetário e de forma indireta as taxas que os bancos oferecem aos seus clientes, assim como as expectativas de alterações futuras, o que afeta as taxas de juros de médio e longo prazo.

Site do BCE.



Influencia os preços dos ativos (tais como de ações) e taxa de câmbio, sendo que variações na taxa de câmbio podem afetar diretamente a inflação. Da mesma forma com as decisões sobre a poupança e o investimento das famílias e das empresas, dado que

taxas mais altas tendem a desencorajar empréstimos, como a oferta de crédito, uma vez que juros mais elevados desencorajam os bons pagadores. Quando este mecanismo deixa de funcionar de forma adequada, devido a segmentos de mercado disfuncionais, e o sinal das taxas de juro do BCE não é transmitido uniformemente a toda a área do euro, o BCE pode intervir.

Em períodos de tensões extraordinárias nos mercados financeiros, o Euro sistema pode recorrer a qualquer instrumento previsto pelo o Tratado que seja necessário para alcançar os seus objetivos. O Euro sistema pode, assim, decidir responder a essas tensões através de medidas atípicas ou não convencionais, as quais fazem parte dos instrumentos de implementação da política monetária¹¹ do Euro sistema, mas são, por definição, de natureza excepcional e temporária. Normalmente, estas medidas visam o setor bancário, dado que as empresas da área do euro dependem sobretudo de financiamento bancário (por oposição ao financiamento através dos mercados de capitais). Essas são as medidas não convencionais de política monetária.

Como caracterizar a relação entre medidas convencionais e não convencionais? Não há uma sequência predeterminada de medidas convencionais e não convencionais. Por exemplo, em abril de 2011, o Conselho do BCE aumentou a taxa das operações principais de refinanciamento antes eliminadas todas as medidas não convencionais.

Como a análise das medidas não convencionais nos mostra, elas não são independentes das taxas de juros convencionais de política, mas sim complementares na tarefa para alcançar a estabilidade de preços.

Adicionalmente à redução das taxas de juros, medidas extraordinárias foram tomadas em resposta à crise – medidas “não convencionais” relacionadas ao gerenciamento da liquidez¹². No início do abalo do mercado financeiro, em agosto de 2007, o BCE reagiu imediatamente providenciando em poucas horas aumento de liquidez para os bancos necessitados. O BCE foi de fato o primeiro banco central a tomar esse tipo de medidas não convencionais. Medidas não convencionais de política monetária, feita pelo BCE desde de agosto de 2007.

¹¹ Política monetária do Banco Central Europeu para a Zona do Euro. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121115_1.en.html Acesso em: 18/11/2012

¹² Política monetária e medidas não convencionais. Disponível em: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120516.en.html> Acesso em 13/11/2012.

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAIS



POLÍTICA MONETÁRIA

Objetivo

- Manter/restabelecer o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária

Instrumentos

- Cedência de liquidez a taxa fixa com colocação total
- Alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia
- Cedência de liquidez a mais longo prazo
- Cedência de liquidez em moeda estrangeira
- Aquisições a título definitivo de instrumentos de dívida específicos

O quadro operacional do BCE é muito flexível, a fim de dar resposta a circunstâncias imprevistas.

7. CRONOGRAMA DAS AÇÕES DO BCE NA CRISE

Iremos analisar o comportamento e as atitudes tomadas pelo BCE a partir de 2009.

Logo no começo do ano, em 15 de janeiro o BCE decidiu cortar os juros em 0,5 basis points para 2%. A decisão foi unânime e levou em conta o alívio dos riscos inflacionários. Esses cortes continuaram: em 5 de março, novo corte de 50 bp; em 2 de abril, corte de 25 bp; e no dia 7 de maio novo corte de 25 bp, levando a taxa ao nível de 1%. No mesmo dia, o BCE decidiu conduzir operações de refinanciamento de prazo alargado de um ano, ou seja, os bancos poderiam apresentar propostas para a obtenção de um volume ilimitado de fundos pelo prazo de um ano¹³.

Pouco menos de um mês depois, em 4 de junho, o BCE lança o primeiro programa de aquisição de covered bonds. O objetivo é encorajar os bancos a manter e aumentar a concessão de empréstimos a clientes com vista a melhorar a liquidez em importantes segmentos do mercado de títulos de dívida do setor privado e tornar as condições de financiamento menos restritivas para os bancos e as empresas. O final do ano não trouxe muitas novidades; em 3 de dezembro o Conselho decide manter as operações de refinanciamento através de leilões de taxa fixa com colocação total enquanto tal se revelar necessário - pelo menos, até terminar o terceiro período de manutenção de 2010, em 13 de abril¹⁴.

Já em 2010, em 3 de março, o Conselho do BCE reage positivamente às medidas de consolidação orçamental adotadas pelo governo grego e recomenda que sejam implementadas com a máxima celeridade. Em 17 de março, concedendo entrevista durante o encontro de líderes da União Europeia, em Bruxelas, Trichet declarou estar confiante de que a linha de financiamento proposta não precisará ser acessada, uma vez que a confiança dos mercados financeiros na capacidade do governo grego de pagar sua dívida está sendo progressivamente restabelecida

¹³ Disponível em: <http://www.ecb.int/paym/coll/loanlevel/timeline/html/index.en.html> Acesso em 10/10/2012

¹⁴ Questões-chave sobre a crise e a resposta europeia. Disponível em: http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120420_2.en.html Acesso em: 13/11/2012

O presidente do BCE afirmou ainda que o mecanismo de ajuda União Europeia-FMI proposto para a Grécia não deveria comprometer a independência do BCE ou a responsabilidade dos governos membros da zona do euro. "A independência do banco central é sacrossanta", afirmou, acrescentando ser "importante preservar a responsabilidade dos governos membros da zona do euro".

Em 25 de março o BCE divulgou nota na qual demonstrava apoio às medidas anunciadas pelo governo grego para salvaguardar o orçamento, reconhecendo que aquelas autoridades haviam tomado medidas decisivas e ambiciosas, acrescentando ainda que o governo grego não havia pedido nenhum apoio financeiro. O Conselho divulgou plano que poderia colocar em prática onde os Estados membros da área do euro tomariam ação determinada e coordenada, se necessário, para salvaguardar a estabilidade financeira com empréstimos bilaterais. Este mecanismo, que seria complementar ao financiamento do Fundo Monetário Internacional, deveria ser considerado a última opção. Ou seja, somente se o financiamento pelo mercado se mostrasse insuficiente. Qualquer desembolso deveria ser decidido pelos Estados membros da área do euro por unanimidade e levando em consideração uma avaliação feita pela Comissão Europeia e pelo Banco Europeu Central.

O objetivo deste mecanismo não seria o de oferecer financiamento às taxas de juros médias da zona do euro, mas criar incentivos para que o financiamento de mercado voltasse o mais rápido possível a preços compatíveis ao risco.

O comunicado demonstrou forte comprometimento por parte dos membros na elaboração de políticas econômicas destinadas a fomentar a criação de emprego e o retorno da atividade econômica.

Ainda no primeiro quadrimestre observa-se o agravamento da situação econômica, até que em 23 de abril a Grécia solicita assistência financeira. Em sequência, no início de maio, o conselho do BCE acolhe o programa de ajustamento econômico e financeiro aprovado pelo governo grego, considerando as reformas estruturais apropriadas para a concretização dos objetivos estabelecidos no programa, nomeadamente estabilizar a situação orçamental e econômica ao longo do tempo e dar resposta aos desafios orçamentais e estruturais da economia grega. Assim, acordam em conceder um pacote de empréstimos à Grécia no montante de 110 bilhões de euros. O

BCE muda as condições de elegibilidade dos instrumentos de dívida emitidos ou garantidos pelo governo grego, como forma de facilitar a captação de empréstimos¹⁵.

Em 30 de junho de 2010 tem fim o programa de Covered Bond. O BCE decide, como planejado, terminar o programa de aquisição de covered bonds (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público) ao fim de um ano. É adquirido um montante de 60 bilhões de euros nos mercados primário e secundário. O objetivo do programa foi encorajar os bancos a continuar emprestando.

Ainda em maio, no rescaldo da intervenção na Grécia, foi criado o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF). Trata-se de um SPV, veículo autônomo de direito privado, que foi registrado em Luxemburgo tendo como acionistas os 16 países da Zona Euro, que participam no seu capital em idêntica proporção à do BCE. O fundo, presidido pelo alemão Klaus Regling, ficou autorizado a angariar nos mercados financeiros, nos três anos seguintes, o limite de até 440 bilhões de euros para socorrer países com dificuldades de financiamento. Em paralelo, o FMI comprometeu-se a aportar pelo menos metade do que for necessário obter em cada momento.

Como a repartição dos empréstimos se dá com base na proporção do capital de cada Estado na composição do BCE a Alemanha, por exemplo, que é também a principal acionista, assume sempre a maior fatia, de quase 30%.

O fundo possui enorme capacidade de se alavancar, mas um potencial problema de credibilidade caso os próprios países membros não honrem seus compromissos. Essa instituição foi criada muito tardiamente em relação ao primeiro calote da Grécia, mas desde então tem participado ativamente, não só no caso da Grécia, como também nos casos de Portugal e da Irlanda¹⁶.

A Alemanha insiste em que os contribuintes da zona do euro não podem suportar inteiramente os custos potenciais envolvidos em operações de empréstimos, como a que foi decidida para a Grécia em maio (110 bilhões de euros, 30 bilhões dos quais vindos do FMI) e a que está a ser enviada para a Irlanda (em torno de 90 bilhões). O governo alemão ameaça extinguir o Fundo Europeu de Estabilização Financeira em 2013, de

¹⁵ Timeline da Crise da Grécia. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-05/greek-crisis-timeline-from-maastricht-treaty-to-ecb-bond-buying.html> Acesso em: 22/11/2012

¹⁶ O Caso Irlandês da Perspectiva do BCE. Disponível em: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120412.en.html> Acesso em: 11/10/2012

forma unilateral; não seriam estendidas novas “redes de segurança” para além dessa data, porque poderiam incentivar países mais “relaxados” a postergar a adoção de medidas politicamente antipáticas¹⁷.

Em face do agravamento da crise da dívida pública na Europa, Berlim acaba, no entanto, por aceitar a necessidade da Zona do Euro adotar um “mecanismo permanente”, que enquadre o que chama de “processos de insolvência ordeiros”. O Fundo conta com 780 bilhões de euros em garantias dos estados membros, mas empresta quase que a metade disso, para não afetar o seu rating.

Em 23 de julho saem os resultado do teste de stress dos bancos europeus. Cinco dias depois, o BCE anuncia regras ainda mais restritas quanto ao colateral dos bancos.

Em 5 de agosto, o BCE emite comunicado sobre a Grécia: "a nossa avaliação global é de que o programa foi iniciado de forma sólida. Permanecem, contudo, desafios e riscos importantes."

- Em 21 de novembro a Irlanda procura ajuda financeira. Na semana seguinte, o BCE inicia programa de assistência.
- Em 28 de novembro, os ministros das Finanças da área do euro chegam a acordo sobre o futuro do Mecanismo Europeu de Estabilidade, que substituirá o European Financial Stability Facility em meados de 2013 e prestará apoio aos países da área do euro com dificuldades financeiras.
- Em 7 de dezembro, BCE e FMI concordam sobre pacote de ajuda à Irlanda. Os ministros das Finanças dos países da UE aprovam um pacote de assistência conjunta da UE e do FMI, com base no programa de ajustamento negociado com as autoridades irlandesas pela Comissão Europeia e pelo FMI.
- Em 16 de dezembro, o BCE decide estabelecer requisitos de informação numa base empréstimo a empréstimo sobre instrumentos de dívida titularizados (asset-backed securities – ABS) aceites como garantia nas operações de crédito do Euro sistema.

¹⁷ BORDO, M., et al. A Fiscal Union for The Euro: Some Lesson from History. National Bureau of Economics Research, Cambridge, MA. Setembro 2011, p. 15.

Assim, os bancos passam a estar obrigados a prestar mais informação sobre os ativos que apresentam como garantia para obtenção de empréstimos. O BCE pretende introduzir os requisitos de informação nos 18 meses seguintes, primeiro, no que se refere aos títulos garantidos por empréstimos hipotecários e, em seguida, gradualmente a outros instrumentos de dívida titularizados.

Ainda na mesma data, em resposta à crise financeira, é criado o Comitê Europeu do Risco Sistêmico, com o objetivo de ajudar a prevenir ou atenuar os riscos sistêmicos para a estabilidade financeira na EU. Foram também confirmados acordos sobre linhas de swap com o banco da Inglaterra permitindo ao Bank of England, caso necessário, disponibilizar ao BCE montante até 10 bilhões de libras esterlinas. O acordo termina no final de setembro de 2011 e permitiu, como medida de precaução, a disponibilização de recursos ao banco central da Irlanda para este fazer face às eventuais necessidades de liquidez.

Em 1 de janeiro de 2011 foram criados novos organismos de supervisão europeus: a Autoridade Bancária Europeia, com sede em Londres, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, com sede em Paris, e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, com sede em Frankfurt.

Em 11 de fevereiro a terceira missão de avaliação conjunta da Comissão Europeia, do BCE e do FMI, conclui que o programa econômico da Grécia permanece no bom caminho. Na declaração emitida fica registrado que embora existam atrasos em algumas áreas, as reformas orçamentais subjacentes e as reformas mais abrangentes necessárias à realização dos objetivos de médio prazo do programa estão sendo implementadas. Impõem-se, porém, mais reformas para a consecução da sustentabilidade orçamental e a recuperação econômica.

Em 7 de abril o BCE aumenta taxas de juro em 25 pontos base.

Em 5 de maio o BCE acolhe com agrado programa de ajustamento econômico e financeiro de Portugal, em articulação com o FMI e a Comissão Europeia, considerando que o mesmo contém os elementos necessários para conduzir a uma estabilização sustentável da economia portuguesa.

Em 3 de junho a quarta missão de avaliação conjunta da Comissão Europeia, do BCE e do FMI conclui que foram alcançados progressos significativos na Grécia, sobretudo em termos de consolidação orçamental. A missão considera, no entanto, que é preciso revitalizar as reformas orçamentais e as reformas estruturais mais abrangentes, para reduzir ainda mais o déficit e alcançar a massa crítica de reformas imprescindíveis para a melhoria do clima empresarial, abrindo caminho a uma recuperação econômica sustentável.

Em 13 de junho a agência de rating S&P reduz a Grécia para CCC, o menor nível possível. Dois dias depois, o primeiro ministro grego Papandreou anuncia mudanças em seu gabinete.

Em 30 de junho, os políticos gregos aprovam um pacote de austeridade de 78 bilhões de euros.

Em 7 de julho de 2011 o BCE aumenta taxas de juro em 25 pontos base.

Em 21 de julho, o Conselho Europeu aceita o segundo calote da Grécia e concorda em expandir os poderes do Fundo europeu de estabilização financeira. Banqueiros acordam na perda de 21 % do valor do seu patrimônio aplicado em títulos gregos.

Em 12 de agosto: Declaração da Comissão, do BCE e do FMI sobre Portugal

Equipes de especialistas da Comissão Europeia, do BCE e do FMI concluem a primeira avaliação trimestral regular do programa econômico do governo português. Os objetivos do programa consistem em restaurar a competitividade e colocar a economia portuguesa numa trajetória de crescimento sustentável, finanças públicas sólidas e criação de emprego.

Em 2 de setembro, inspetores da Comissão Europeia, do BCE e do FMI suspendem a avaliação da Grécia após atrasos na implementação de políticas fiscais de médio prazo e de reformas econômicas estruturais.

Em 21 de outubro o primeiro ministro grego Papandreou consegue aprovar um pacote de austeridade, que inclui o corte em salários e aposentadorias além da demissão de 30 mil funcionários públicos.

Em 26 de outubro líderes europeus encontram-se pela décima quarta vez em 21 meses para debaterem sobre a Crise. Decidem aumentar o poder de fogo do fundo de resgate europeu para 1 bilhão de euros, forçam investidores privados a aceitar um calote de 50% nos títulos gregos, aumentam o capital dos bancos europeus em 106 bilhões de euros e oferecem um novo pacote de ajuda a Grécia de 130 bilhões de euros.

No primeiro dia de novembro, Mario Draghi substitui Trichet na presidência do Banco Central Europeu. No dia seguinte, os líderes europeus cortam a ajuda dada à Grécia e dão um ultimato para que eles decidam se querem ou não continuar no Euro. Este ultimato torna insustentável a situação do até então primeiro ministro grego que ele se vê forçado a renunciar ao cargo. Quem assume em seu lugar para formar um governo de coalizão Lucas Papademos, com experiência na vice-presidência do BCE.

No começo de Dezembro o BCE baixa a taxa de juros para o nível recorde de 1%, oferecendo crédito ilimitado com prazo de 3 anos e exigências menos restritivas às garantias dos empréstimos¹⁸.

Ao final do ano de 2011, os títulos de 10 anos da Grécia estão sendo negociados com um rendimento de 32%. Os da Itália com 6,47%. Espanha 5,77% e Alemanha 2,07%.

2012

No meio de fevereiro o BCE troca os títulos comprados através do SMP por novos títulos, para assegurar que não sofrerá calote numa eventual reestruturação da dívida.

Na semana seguinte, os ministros das finanças da Europa aprovam um calote grego de 53,5% dos rendimentos da dívida. Na mesma semana, a Grécia pede formalmente aos detentores de sua dívida que troquem seus títulos do governo por

¹⁸ Retirado do site: <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-05/greek-crisis-timeline-from-maastricht-treaty-to-ecb-bond-buying.html> Acesso em: 26/11/2012

novos títulos , na maior reestruturação de dívida soberana da história. Os títulos possuíam valor de face de 206 bilhões de euros¹⁹.

Em 10 de maio, a Espanha nacionaliza o Bankia SA. Enquanto isso, a instabilidade política continua na Grécia. Um mês depois, a Espanha solicita empréstimo de 100 bilhões de EUROS, para injetar nos seus Bancos mais frágeis. Na semana seguinte, Antonis Samara forma um governo de coalizão com o partido Pasok, da oposição. Em 28 de junho, líderes europeus concordam em facilitar as condições de pagamento dos empréstimos concedidos à Espanha. Uma semana depois, em 5 de julho a Irlanda volta a vender títulos do tesouro depois de 72 meses. No final de julho, o presidente do BCE, Mario Draghi, declara que o Banco irá fazer o necessário para defender o EURO, o que provoca um rally nos preços dos ativos e dos títulos.

¹⁹ Gerenciando a crise financeira. Disponível em:
<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120510.en.html> Acesso em: 22/11/2012

8. FONTE DE DADOS

<http://www.esrb.europa.eu/home/html/index.en.html>

<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

<http://www.eib.org/>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html

<http://www.bis.org/>

<http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/default.aspx>

<http://www.banque-france.fr/accueil.html>

http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Home/home_node.html

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.bportugal.pt/pt-PT/Paginas/inicio.aspx>

<http://www.bde.es/webbde/es/>

http://europa.eu/documentation/order-publications/databases-subject/index_pt.htm

9. CONCLUSÃO

Espera-se com esse trabalho aprofundar a compreensão sobre a política monetária europeia, a importância dos instrumentos utilizados pelos bancos centrais e a sua utilização em momentos críticos. Iremos analisar as características acerca do mix de políticas monetárias escolhidas, aonde ocorreram falhas e o que pode ser melhorado. Esse é o objetivo do trabalho, utilizando os arcabouços teóricos aprendidos durante o curso de economia para analisar as decisões tomadas pelo policy-makers europeus e o seu efeito sobre a economia real.

Devemos ressaltar todavia que a análise *ex-post* é sempre muito mais fácil de ser feita do que a *ex-ante* dos fatos. O tempo nos revela muito sobre a assertividade das escolhas; por isso, como ainda nos vemos em meio ao processo que está sendo examinado, qualquer conclusão seria no mínimo um passo precipitado. Não há como termos certeza sobre o impacto de uma decisão contemporânea. Porém isso não significa que não podemos estudar o tema. Ainda que não se chegue a uma conclusão, nosso objetivo é o de contribuir da melhor maneira possível para o incremento da qualidade do debate econômico

Espera-se que esse trabalho possa ter aprofundado a compreensão sobre a política monetária europeia, a importância dos instrumentos utilizados pelos bancos centrais e a sua utilização em momentos críticos. Analisamos as características acerca das opções disponíveis para o BCE, de política monetária tanto convencional quanto não convencional e os momentos nos quais o Banco decidiu aplicá-las.

Devemos ressaltar, todavia que a análise *ex-post* é mais simples de ser feita do que a *ex-ante* dos fatos. O tempo nos revela muito sobre a assertividade das escolhas; por isso, como ainda nos vemos em meio ao processo que está sendo examinado, qualquer conclusão seria no mínimo um passo precipitado. Não há como termos certeza sobre o impacto de uma decisão contemporânea. Porém isso não significa que não podemos estudar o tema. Ainda que não se chegue a uma conclusão, nosso objetivo é o de contribuir da melhor maneira possível para o incremento da qualidade do debate econômico.

10. BIBLIOGRAFIA

- Auerbach, A. and Obstfeld, M. (2005), “The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap”, *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, March 2005.
- Beirne, J. et al (2011): “The impact of the Eurosystem’s covered bond purchase programme on the primary and secondary markets””, ECB Occasional Paper No. 122.
- Bernanke, B. S. (2003), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan”, Before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, 31 May 2003.
- Bernanke, B. S. (2009), “The Crises and the Policy Response”, Stamp lecture at the London School of Economics, 13 January 2009, London, England.
- Bernanke, B. S. and Reinhart V. R. (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 94(2), 2004, pp. 85-90.
- Borio, C., P. Disyatat (2009): “Unconventional monetary policies: an appraisal”, BIS Working Paper No. 292
- Bullard, J. (2009), “Effective Monetary Policy in a Low Interest Rate Environment”, The Henry Thornton Lecture, Cass Business School, London, 24 March 2009.
- Cassola, N., A Durré and C. Holthausen (2010): “Implementing Monetary Policy in the Crisis Times: the case of the ECB”, available at www.ecb.int.
- Cheun, S., I von Köppern-Mertes and B. Weller (2009): “The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial turmoil”, ECB Occasional Paper No. 107.
- European Central Bank (2010): “The ECB’s response to the financial crisis”, ECB Monthly Bulletin, October.
- Fahr, S., R. Motto, M. Rostagno,, F. Smets and O.Tristani (2010): “Lessons for monetary policy strategy from the recent past”, available at www.ecb.int.
- Gagnon, J, M. Raskin, J. Remache, and B. Sack, B (2010): “Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?“, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No,441
- Giannone, D., M. Lenza,, H. Pill and L. Reichlin (2011): “Non-standard monetary policy measures and monetary developments,” ECB Working Paper No. 1290

• <http://www.project-syndicate.org/commentary/is-europe-s-financial-crisis-over-by-gene-frieda>

• Joyce, M. , A. Lasasosa, I. Stevens and M. Tong (2010): “The financial market impact of quantitative easing:”, Bank of England Working Paper No. 393.

• Lenza, M., H. Pill and L. Reichlin (2010): “Monetary policy in exceptional times”, Economic

<http://www.project-syndicate.org/commentary/is-europe-s-financial-crisis-over-by-gene-frieda>