



O TARGET como resposta à crise financeira

por

Octávio Alexandre de Castro Correia

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia pela Faculdade
de Economia do Porto

Orientado por:

José Manuel Peres Jorge

Setembro de 2014

Nota biográfica

Octávio Correia nasceu a 2 de Janeiro de 1992, sendo natural de Póvoa de Varzim, Portugal. Tendo terminado o curso de Ciências Sócio-económicas na Escola Secundária Eça de Queirós, foi admitido na Faculdade de Economia do Porto, no curso de Economia. Terminou a Licenciatura em Economia em 2012, ingressando de seguida no Mestrado em Economia da Faculdade de Economia do Porto. No verão de 2013 participou também na International Summer Academy da IESEG, em Paris, França. A 1 de Setembro de 2014 deu início à sua carreira profissional como auditor interno na Sonae Indústria. A sua dissertação de Mestrado tem como título “O TARGET como resposta à crise financeira”.

Agradecimentos

A realização desta dissertação marca o fim de uma importante etapa da minha vida. Gostaria de agradecer a todos aqueles que contribuíram de forma decisiva para a sua concretização e que me acompanharam ao longo de todo o seu processo.

Em primeiro lugar gostaria de agradecer à minha família por todo o apoio que me deram e por me terem proporcionado as condições necessárias para chegar a este momento e ser a pessoa que sou. Em especial ao meu pai que, desde o início da realização desta dissertação, foi a primeira pessoa a que recorri, tendo sempre contribuído de forma precisa e honesta com os seus comentários.

Agradeço também ao professor José Manuel Peres Jorge, pela disponibilidade para orientar este trabalho, pelos profícuos comentários e sugestões, pelo conhecimento transmitido e pela simpatia demonstrada.

À minha namorada Mariana, por todo o apoio e compreensão, pelo incessável encorajamento e pela sua ajuda na revisão de todos os meus textos e rascunhos.

Finalmente, agradeço a todos os meus colegas e amigos pela amizade e ajuda, em especial ao Peixoto, à Joana, ao Leitão, à Anabela, ao Gil, ao Manuel e à Sandrina cuja colaboração, directa ou indirecta, foi determinante para a realização desta dissertação.

Resumo

Este trabalho pretende averiguar se as disparidades verificadas nos balanços-TARGET a partir do início da crise financeira de 2007 representam um risco para a União Monetária, tal como defendido por Sinn e Wollmershäuser (2012a) e outros autores. Explicar-se-á o papel do TARGET ao longo da crise financeira e as consequências de políticas com o objetivo de restringir este mecanismo. Estabelecer-se-á uma comparação com o sistema americano de forma a estudar possíveis alternativas ao modo de funcionamento europeu e analisar-se-á as políticas do Banco Central Europeu consideradas determinantes na evolução dos balanços-TARGET. Por último, defender-se-á a existência de um mecanismo que introduza alguma flexibilidade na União Monetária para que o princípio da livre circulação de capitais seja assegurado.

Códigos JEL: C13, E42, E50, E58, F32, F34

Palavras-chave: união monetária, balança de pagamentos, TARGET, crise financeira

Abstract

This paper aims to investigate if the TARGET imbalances that emerged since the outbreak of the financial crisis of 2007 constitute a risk to the monetary union, as Sinn e Wollmershäuser (2012a) claim. The role of the TARGET system throughout the financial crisis and the consequences of policies that tried to restrict this mechanism will also be explained. There will be an analysis between the TARGET and its equivalent American system in order to study possible alternatives to the european current way of operation, and also a breakdown of the ECB's political choices that were determinant to the development of these imbalances. Lastly, it will be argued the need of a mechanism with the ability to provide some degree of flexibility to the monetary union so that the principle of free movement of capital can be guaranteed.

JEL codes: C13, E42, E50, E58, F32, F34

Keywords: monetary union, balance of payments, TARGET, financial crisis

Índice de Conteúdos

Nota biográfica.....	i
Agradecimentos.....	ii
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice de Conteúdos.....	v
Índice de Figuras.....	vi
Introdução	1
1. Contextualização do TARGET e o seu impacto na economia europeia	3
1.1 O funcionamento do sistema TARGET.....	3
1.2 Balanços-TARGET.....	5
1.3 Crédito via TARGET.....	7
1.4 Evolução dos balanços-TARGET.....	10
1.5 Consequências das disparidades nos balanços-TARGET	14
2. Comparação entre os Balanços-TARGET e a <i>Interdistrict Settlement Account</i> ..	17
2.1 O modo de funcionamento do <i>Federal Reserve System</i>	17
2.2 Balanços da <i>Interdistrict Settlement account</i>	19
2.3 Evolução dos balanços da <i>Interdistrict Settlement account</i>	20
2.4 Diferenças entre os dois sistemas	25
3. O papel do BCE nos balanços-TARGET.....	31
3.1 Requisitos para colaterais como instrumento de política.....	32
3.2 Controvérsia face ao BCE.....	33
3.3 Fuga de capital dos GIIPS	34
3.4 <i>International Bank Claims</i>	35
3.5 Importância da atuação do BCE	40
4. O TARGET como mecanismo de ajustamento no contexto da crise financeira. 43	
4.1 Semelhanças entre o TARGET e as <i>Eurobonds</i>	43
4.2 Qual o risco numa união monetária coesa?	44
4.3 O TARGET introduziu flexibilidade num sistema fixo.....	45
4.4 Qual o impacto de restrições ao TARGET na economia europeia?	46
5. Conclusão?.....	49
Referências	51

Índice de Figuras

Figura 1: Evolução das balanças correntes mensais dos GIPS [milhares de milhão €]....	6
Figura 2: Balanços-TARGET nos balanços dos bancos centrais (exemplo)	8
Figura 3: Crédito via TARGET (exemplo).....	9
Figura 4: Balanços-TARGET agrupados [milhares de milhão €]	11
Figura 5: Balanços-TARGET por país[milhares de milhão €]	12
Figura 6: Surgimento da ISA (Transferência do Banco Comercial A para o Banco Comercial B).....	19
Figura 7: Interdistrict Settlement Accounts [milhões \$].....	22
Figura 8: Comparação entre os Balanços-TARGET e a Interdistrict Settlement Account [% PIB]	24
Figura 9: <i>International Bank Claims</i> dos países do núcleo sobre os GIIPS [milhões \$]	36
Figura 10: <i>International Bank Claims</i> dos países do núcleo sobre os GIIPS [milhões \$]	39
Figura 11: Comparação entre o Balanço-TARGET e as <i>International Bank Claims</i> da Alemanha [milhares de milhão €].....	41

Introdução

Os pagamentos internacionais dentro da união monetária europeia são maioritariamente processados pelo sistema TARGET, o sistema de pagamentos que permite ao BCE incluir estes pagamentos no seu balanço contabilístico, sendo que o valor líquido dos pagamentos de cada país é denominado de balanço-TARGET.

No seguimento da crise financeira europeia que teve início em 2007, surgem desequilíbrios nesses balanços-TARGET e vários autores alertam para o risco que estes podem constituir para a união monetária. Os balanços-TARGET eram praticamente nulos antes de 2007 e tornaram-se entretanto na maior rúbrica em mais de metade dos balanços dos bancos centrais da zona euro, tendo o seu valor combinado nos países credores no TARGET (como a Alemanha, Luxemburgo e Finlândia) ultrapassado 1 bilião de euros em maio de 2012. O aumento abrupto verificado levou à sua investigação por parte de diversos autores, nomeadamente Sinn e Wollmershäuser (2012a), que deram assim origem a um debate acerca da falta de transparência do sistema TARGET e dos potenciais riscos que poderia representar para o futuro da zona euro. No seguimento do working paper deste artigo, publicado inicialmente em 2011, vários autores caracterizaram o TARGET como um elemento distorcedor do mercado de capitais, na medida em que permitia o financiamento a taxas inferiores às de mercado. No entanto, autores como Auer (2013) e Cour-Thimann (2013) realçam o papel do TARGET na minimização do impacto da crise financeira sobre os países mais prejudicados. Torna-se então essencial estudar esta desigual opinião acerca do TARGET e perceber de que forma este sistema de pagamentos afetou a economia europeia, podendo averiguar qual o impacto que o valor acumulado dos balanços-TARGET poderá ter no futuro da União Monetária.

O objetivo deste trabalho é argumentar contra a ideia de que o TARGET encorajou desequilíbrios na zona euro e de que as disparidades nos balanços-TARGET verificadas a partir do início da crise financeira na Europa constituem um risco para os países com saldos positivos, já que não existem limitações aos valores acumulados dos balanços-TARGET. Além disso, irá demonstrar-se que é necessária a existência do TARGET ou de um outro mecanismo semelhante, que consiga introduzir alguma flexibilidade num ambiente económico em que a política monetária é controlada pelo

BCE (cujo objetivo principal passa pela estabilidade do nível de preços e não pela promoção do crescimento económico) e a política orçamental é sujeita a restrições (na medida em que os países têm limites, quer no défice em que podem incorrer, como no montante de dívida pública acumulado). Também se explicará que restrições ao normal funcionamento do sistema TARGET, tal como sugerido por alguns autores, teriam consequências equivalentes à ausência deste mecanismo. Tais restrições poderiam inclusive pôr em causa um dos propósitos fundamentais da União Monetária: a livre circulação de capitais.

Esta dissertação é composta por 5 capítulos que permitem não só um breve entendimento do sistema TARGET, e das razões pelo qual foi tão debatido nos últimos anos, mas também uma percepção contrária ao argumento defendido por uma parte significativa da literatura. Assim, para possibilitar o acompanhamento dos raciocínios explicados posteriormente, o capítulo 1 prender-se-á com a introdução ao sistema TARGET (com ênfase total nos balanços resultantes do seu normal funcionamento) e com as críticas mais comumente encontradas na literatura a seu respeito. Será também enfatizada e contextualizada a dimensão dos seus balanços. No capítulo 2 irá comparar-se o sistema TARGET com o sistema em vigor nos Estados Unidos da América que, apesar de ser bastante semelhante à sua contraparte europeia, não tem dado origem ao mesmo tipo de problemas, sendo apresentado na literatura como um exemplo a seguir. No capítulo 3 estudar-se-á concretamente as medidas de política praticadas pelo BCE no contexto da crise financeira e do surgimento das disparidades nos balanços-TARGET, as críticas a que foram submetidas e o seu impacto na economia europeia. A literatura (especialmente a alemã) defende que existiu o favorecimento de alguns países em relação a outros e que esse favorecimento materializou-se em facilidades de crédito aos GIIPS (Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha), via sistema TARGET, resultantes das políticas do BCE. No capítulo 4 será estudado o papel do TARGET na crise financeira que teve início em 2007, incluindo os argumentos que contrariam as ideias geradas na literatura desde o início do debate acerca do TARGET. Será defendido o TARGET como um elemento de flexibilização numa união monetária rígida e discutidas as consequências de uma limitação ao seu normal funcionamento, entre elas, a possível extinção da união monetária.

1. Contextualização do TARGET e o seu impacto na economia europeia

Os balanços-TARGET tornaram-se assunto de debate na literatura a partir de 2011, espoletando discussões de âmbito político e económico em toda a zona euro. A principal razão para ter captado tanta atenção prende-se com os valores em causa. Os balanços-TARGET eram praticamente nulos antes deste período e tornaram-se entretanto na maior rúbrica em mais de metade dos balanços dos bancos centrais da zona euro, tendo o seu valor combinado nos países credores no TARGET ultrapassado os 1000 milhões de euros em maio de 2012 (Sinn e Wollmershäuser, 2012a). A controvérsia está na falta de transparência do sistema TARGET e na possibilidade deste sistema pôr em risco o futuro da zona euro.

1.1 O funcionamento do sistema TARGET

O TARGET é o sistema automático de liquidação por bruto em tempo real do Eurossistema (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*)¹ e é através do qual que os bancos comerciais de um país fazem pagamentos a bancos comerciais de outros países dentro do Eurossistema, facilitando o processo de pagamento. Tem como objetivo a livre circulação de capitais ao permitir que um depósito num banco central possa ser transferido para um outro banco central dentro da união monetária. Em vez de ser feito presencialmente, o pagamento pode ser realizado através do sistema TARGET de uma forma mais eficiente, cómoda e barata. Isto é particularmente benéfico quando a área geográfica entre os intervenientes no processo é bastante extensa, especialmente quando se trata de um pagamento internacional. Assim, um bom sistema de pagamentos é essencial para a estabilidade do sistema financeiro, pois permite uma fácil interação entre os agentes que abrange, e essa estabilidade é um pré-requisito para os potenciais ganhos próprios de uma união monetária. Para se compreender todo o debate gerado em torno deste sistema de pagamentos devido às suas implicações na economia europeia, é necessário compreender como é que este funciona.

¹ Fonte: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/pagamentos/target2/Paginas/inicio.aspx>

Quando existe a comercialização de um bem, ou numa qualquer outra situação que exija uma transferência bancária entre dois indivíduos do mesmo país, o pagamento é efetuado através das contas que os bancos comerciais desses indivíduos têm no banco central desse país. Base monetária é retirada da conta no banco central do banco comercial do indivíduo que adquire o produto e é transferida para a conta que o banco comercial do indivíduo que vende o produto tem no banco central. Este processo é simultaneamente compensado através da cobrança na conta bancária do indivíduo que recebe o produto e da creditação da conta bancária do vendedor. Não existe um fluxo monetário entre os dois indivíduos diretamente, mas sim entre os seus bancos comerciais.

Recorre-se ao TARGET no caso de os indivíduos não serem do mesmo país, mas pertencerem à zona euro. O procedimento continua bastante semelhante ao anterior, sendo a grande diferença a inclusão do Banco Central Europeu (BCE). Nesta situação, os bancos centrais dos países envolvidos utilizam o sistema TARGET para transferir os fundos entre si.

O objetivo é tornar a área monetária o mais próxima possível, do ponto de vista económico, ao permitir que um pagamento além-fronteiras não se diferencie muito de um pagamento entre dois agentes de um mesmo país. O não aumento substancial de custos neste tipo de pagamentos permite que se mantenha a paridade da moeda em toda a união monetária. Caso fosse verificada alguma diferença significativa nos custos de transação, seja custos monetários ou relativos à celeridade do processo, em relação a pagamentos para diferentes países, a moeda única teria um valor diferente consoante o país em que estaria investida. Este cenário é inconcebível numa união monetária e o papel do sistema de pagamentos é crucial para o evitar, visto que mantém a paridade da moeda ao longo de todo o seu domínio.

A título de exemplo, considere que existe uma troca entre um português (que compra um produto) e um alemão (que o vende). Nesta situação, quando o Banco de Portugal debita a conta do banco comercial do cidadão português, é retirado dinheiro da economia portuguesa e este é apagado do balanço do banco central. O Bundesbank cria o mesmo montante de dinheiro e credita-o na conta do banco comercial do vendedor. Na sequência deste processo, o Banco de Portugal acumula um passivo-TARGET face

ao BCE referente ao montante transacionado (porque eliminou base monetária mas manteve as mesmas contrapartidas face ao sistema bancário português) e o Bundesbank obtém um crédito-TARGET (por ter criado base monetária e não ter recebido qualquer contrapartida do banco comercial que a recebeu).

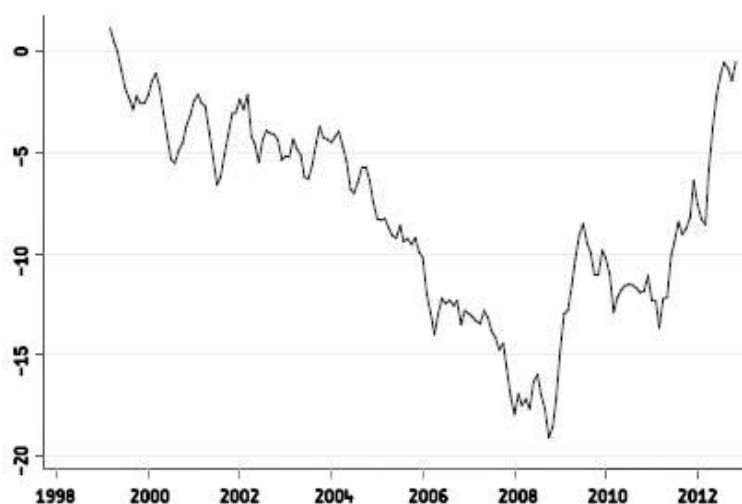
1.2 Balanços-TARGET

O saldo líquido dos pagamentos entre os países dá origem aos balanços-TARGET, que são positivos no caso de esse país ter um crédito-TARGET líquido face ao BCE e negativos se tiver um passivo-TARGET (ou dívida-TARGET) líquido. Esses balanços são remunerados à taxa de juro das operações principais de refinanciamento do BCE e, tendo em conta o exemplo anterior, podem ser interpretados como indicadores dos desequilíbrios acumulados na balança de pagamentos de cada país face aos restantes países da zona euro. Quando o TARGET foi criado e mesmo depois de ter entrado em vigor, esperava-se que os desequilíbrios dos balanços-TARGET fossem minúsculos e consequentemente que os balanços-TARGET não fossem relevantes, pois não se previa a existência de desequilíbrios permanentes no longo prazo. Esta situação verificou-se até meados de 2007, sendo que a partir desse período as disparidades entre os balanços dos países aumentaram. O ano de 2007 coincidiu também com a introdução do TARGET2, porém, é apenas uma coincidência que a sua introdução tenha coincidido com o período em que se verificaram disparidades. A literatura não diferencia os dois sistemas visto que a única alteração é que pagamentos de montantes inferiores passaram também a ser efetuados via TARGET. A sua introdução em nada influenciou os balanços-TARGET porque, apesar de o volume de transações a ter em conta ser consideravelmente superior, o essencial são as diferenças líquidas dessas transações entre os países, que não foram afetadas pela maior abrangência do sistema.

Porém, apesar de serem expectáveis balanços bastante reduzidos, tal como ocorreu até 2007, é intuitivo considerar que se ocorresse um desequilíbrio anormalmente elevado, este sistema poderia levar à transferência de toda a base monetária para os países com balanças de pagamento positivas. Se fosse este o caso, os GIIPS estariam sem base monetária há muito tempo. Isto porque uma crise na balança de pagamentos significa que as exportações de capital doméstico não são suficientes

para financiar o défice da balança corrente. Neste caso, o capital em falta teria de ser substituído por empréstimos públicos intergovernamentais ou por crédito obtido via TARGET. Noutros sistemas, uma crise desta magnitude levaria à extinção das reservas estrangeiras e o abandono do sistema de taxas de câmbio fixas. Sendo que na união monetária as divisas foram eliminadas e os bancos centrais não têm autonomia monetária, as reservas são então substituídas pelos balanços-TARGET (Sinn e Wollmershäuser, 2012b). Em Bretton Woods também existiam desequilíbrios nas balanças de pagamentos, no entanto estes tinham de ser compensados em dólares ou ouro. Como resultado, a Alemanha e a França acumularam um excedente de tal forma significativa que, quando exigiram a conversão dos dólares acumulados em ouro em 1968, originaram o colapso do sistema (Sinn, 2012). Durante a última década, devido aos valores negativos das balanças de pagamentos dos GIIPS, ver figura 1, verificar-se-ia um escoamento da base monetária para fora destes países. Isto não seria sustentável visto que a criação de base monetária é algo exclusivo ao BCE, desde a criação da união monetária, e está limitada pelo objetivo da manutenção da estabilidade dos preços.

Figura 1: Evolução das balanças correntes mensais dos GIIPS² [milhares de milhão €]



Fonte: Auer (2013).

² A Itália não está presente neste gráfico porque, à data, tinha um crédito-TARGET, não sendo objeto de estudo da literatura.

1.3 Crédito via TARGET

Todavia, este cenário nunca chegou a ocorrer devido à criação de base monetária por parte destes países. Esta criação apenas foi possível através da concessão de empréstimos aos bancos comerciais por parte dos bancos centrais dos GIIPS no contexto da crise financeira, permitindo que os GIIPS continuassem a financiar os seus défices da balança corrente (em troca destes empréstimos, os bancos teriam de fornecer colateral de qualidade considerada suficiente pelo BCE). Sinn e Wollmershäuser (2012a) demonstram que os fundos obtidos foram canalizados para esse propósito ao demonstrar que, em janeiro de 2012, 66% da base monetária criada por estes países circulava no estrangeiro, o que indicia que terá sido usada maioritariamente para a aquisição de bens e ativos estrangeiros.

Se no primeiro caso o problema seria a extinção da base monetária dos países com elevados passivos-TARGET, ou seja, países que verificassem um saldo líquido de pagamentos negativo face aos outros países; neste segundo caso o problema é o montante excessivo de liquidez nas economias com crédito-TARGET. Como é observável na figura 2, a vermelho, a base monetária é canalizada para os países com crédito-TARGET, neste caso a Alemanha, existindo um excesso de liquidez. Sendo que liquidez em excesso acarreta custos (nomeadamente custos de oportunidade), os bancos comerciais não têm incentivos para a acumular e colocam esse excesso, por exemplo, nas facilidades permanentes de depósito do BCE. O BCE por sua vez irá dar continuidade ao processo ao emprestar novamente aos bancos centrais dos países que necessitam de liquidez, fazendo fluir a base monetária de volta para onde é mais necessária. Cour-Thimann (2013) afirma que este processo permite uma melhor alocação da liquidez na economia europeia, na medida em que permite que a liquidez em excesso flua novamente para as economias que mais necessitam dela.

No exemplo seguinte, os bancos alemães verificam um excesso de liquidez e depositam essa liquidez no BCE, diminuindo a base monetária em circulação na Alemanha. Esse excesso de liquidez é transferido para Portugal via TARGET, verificando-se um aumento da base monetária quando o Banco de Portugal empresta aos bancos comerciais portugueses. No entanto, o Banco de Portugal só consegue aumentar o montante em circulação porque os bancos alemães preferiram depositar a

sua liquidez excedente no BCE. Assim, o aumento dos empréstimos aos bancos comerciais portugueses tem de ser compensado por uma diminuição dos empréstimos concedidos pelo Deutsche Bundesbank aos bancos comerciais alemães. Por cada euro adicional emprestado pelo Banco de Portugal aos bancos comerciais, é emprestado menos um euro pelo Bundesbank. A base monetária fica então inalterada em ambos os países, sendo que o resultado desta operação é um fluxo de financiamento para os GIIPS, existindo em contrapartida um ajustamento dos balanços-TARGET para contrabalançar esse fluxo.

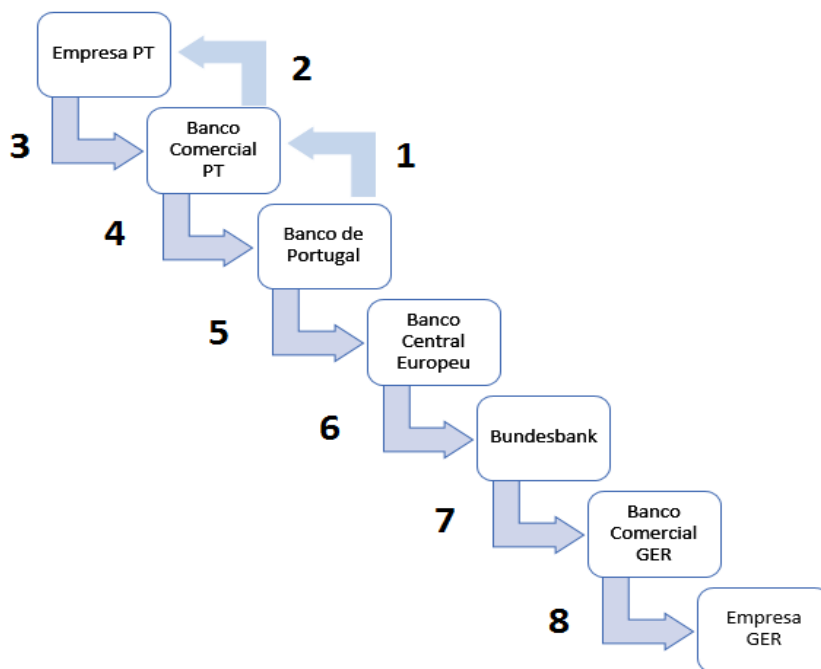
Figura 2: Balanços-TARGET nos balanços dos bancos centrais (exemplo)

Banco de Portugal				Deutsche Bundesbank			
Ativo		Passivo		Ativo		Passivo	
Ativos transacionáveis	5	Base monetária	20	Ativos transacionáveis	50	Base monetária	200
Empréstimos a bancos	15			Empréstimos a bancos	150		
		Base monetária	-1			Base monetária	+1
		Passivo-Target face ao BCE	+1	Crédito-Target face ao BCE	+1		
Empréstimos a bancos	+1	Base Monetária	+1	Empréstimos a bancos	-1	Base monetária	-1

Fonte: Adaptado de Sinn e Wollmershäuser (2012a).

Assim, o fator chave que permitiu a perpetuação deste processo foi a utilização dos fundos obtidos via TARGET no estrangeiro. Com praticamente dois terços dos recursos a serem canalizados novamente para o exterior, o ciclo manteve-se funcional. O que acontecia é que esses recursos eram novamente depositados no BCE pelos países que não tinham necessidade de liquidez. Isso permitia que o BCE emprestasse novamente aos GIIPS, num ciclo vicioso e potencialmente catastrófico para a união monetária. A figura 3 explica todo o processo.

Figura 3: Crédito via TARGET (exemplo)



Fonte: Elaboração própria a partir de Lunchtime Seminar com Hans-Werner Sinn a 28.06.2011.

A empresa portuguesa, que tinha necessidades de financiamento para adquirir uma máquina industrial alemã, recorre ao seu banco comercial. O banco comercial, afetado pela crise, também não dispõe dessa liquidez e não pode recorrer ao mercado interbancário pois as taxas eram relativamente mais altas para os bancos dos GIIPS (tal como explicado por Hans-Werner Sinn no *Lunchtime Seminar do IFO Institute a 28.06.2011*). Assim, recorre ao Banco de Portugal que o obtém via TARGET a taxas significativamente mais baixas (1). Obtido o financiamento (2), a empresa portuguesa irá efetuar o pagamento à empresa alemã, através do seu banco comercial (3). Por se tratar de um pagamento internacional de elevado montante, recorrer-se-á ao sistema TARGET. Assim, a conta do banco comercial no Banco de Portugal é debitada e o dinheiro é retirado da economia portuguesa (4) via TARGET (5). O mesmo montante é criado pelo Bundesbank (6) que o credita na conta da empresa alemã no seu banco comercial (7 e 8).

Pode-se chegar à conclusão de que o cidadão português adquiriu o produto alemão com dinheiro emprestado pelo BCE, dinheiro esse proveniente das reservas do BCE, como resultado do excesso de liquidez na Alemanha. Como Sinn e Wollmershäuser (2012a, p.481) explicam o processo:

“... money is now created, lent, destroyed when transferred via the TARGET system, and then created anew in Germany by the Bundesbank, which transfers it to the German goods producer’s commercial bank account.”

Todavia, surgiram algumas críticas ao trabalho destes autores, nomeadamente provenientes de Jürgen Stark (antigo membro da Comissão Executiva do BCE), mencionado por Homburg (2012)³, afirmou publicamente que o TARGET apenas refletia a crescente integração dentro da união monetária e que não era verdade que a liquidez nos países da periferia estava ser compensada pela diminuição do crédito fornecido aos bancos alemães. A estas críticas não foi dada muita importância porque Sinn e Wollmershäuser (2012a) provaram devidamente a sua teoria, tendo em conta as críticas de Jürgen Stark ao Working Paper de 2011.

1.4 Evolução dos balanços-TARGET

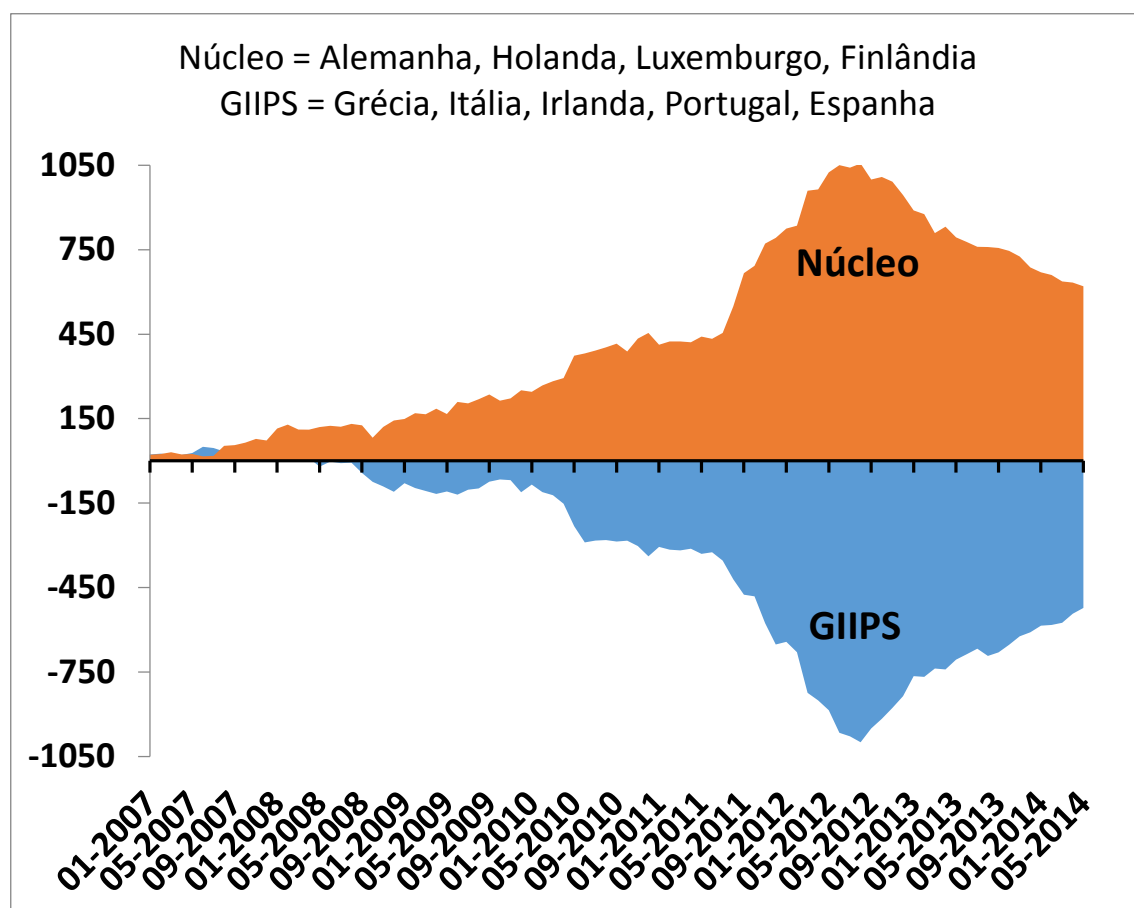
Como resultado, a única evidência desta operação de transferência de liquidez era a acumulação dos balanços-TARGET. Os desequilíbrios dos balanços-TARGET passaram despercebidos até que Sinn e Wollmershäuser (2011) espoletaram o debate acerca do tema ao alertar para as suas possíveis implicações. Isto aconteceu porque os balanços-TARGET não aparecem diretamente no balanço do BCE devido a todo sistema ter um saldo líquido nulo. No entanto, os autores explicam que para ter acesso às posições que cada banco central tem sobre o sistema TARGET, é necessário procurar individualmente no balanço de cada um dos bancos centrais. Ainda segundo os autores, o BCE não dispunha de um registo próprio acerca dos balanços-TARGET, sendo que os seus registos foram posteriormente construídos com base nas estatísticas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Isto é compreensível visto que os balanços eram bastante próximos de zero até ao início de 2007.

Com o início da crise financeira verificou-se um aumento significativo nas disparidades entre os países. Como se pode ver na figura 4, os balanços-TARGET evidenciariam as diferenças de dois grupos de países: os GIIPS (dos quais fazem parte a

³ Ver: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/oekonomen-zoff-ebz-chefvolk-swirt-stark-teilt-ordentlich-aus/4275716.html>

Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha) e um outro grupo, usualmente denominado “core” (núcleo em português), composto pela Alemanha, Holanda, Luxemburgo e Finlândia. A partir de 2007 os países *core* começam a acumular um saldo positivo nos balanços-TARGET face aos GIIPS, sendo que estes últimos só não apresentam um saldo negativo porque a Itália apresentou saldos bastante positivos até 2011.

Figura 4: Balanços-TARGET agrupados [milhares de milhão €]

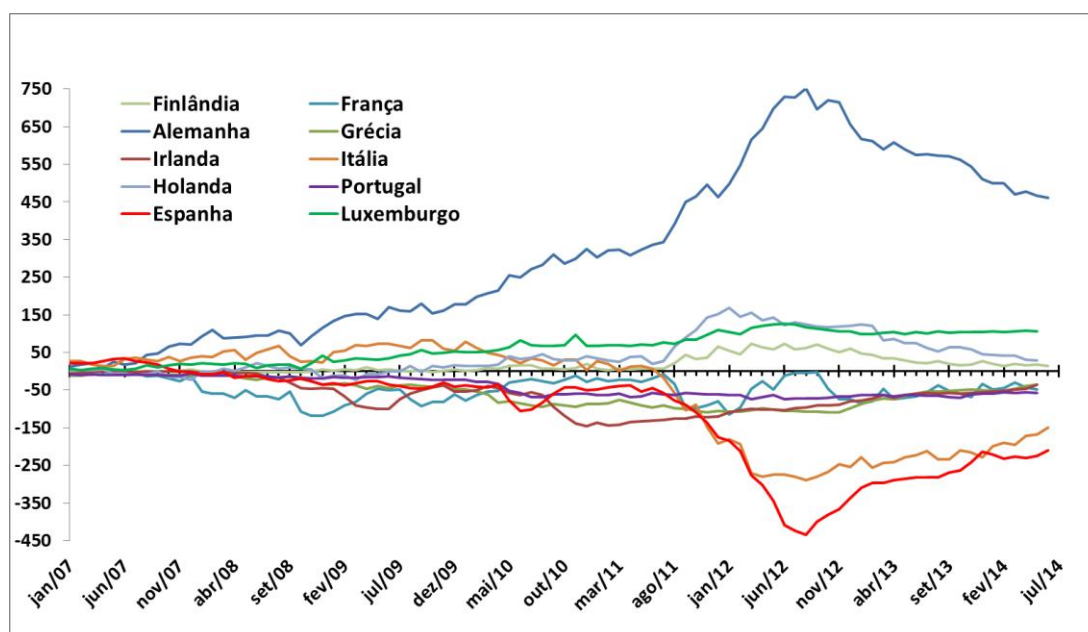


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados fornecidos pelo *Institute of Empirical Economic Research*, da Universidade de *Osnabrück*, a 10/07/2014.

Os balanços-TARGET individuais de cada país podem ser consultados na figura 5. Como se pode verificar através da análise das duas figuras, o agravamento dos desequilíbrios entre balanços-TARGET em 2011 deveu-se maioritariamente à Itália e à Espanha. A Itália, que até então tinha balanços positivos, começou a acumular saldos-TARGET negativos e a Espanha tornou-se no país com o maior saldo negativo no TARGET. Estas economias começaram a verificar saldos negativos quando teve início um clima de maior instabilidade, com dificuldades no acesso ao crédito, em que se

debatia a necessidade, ou não, de pacotes de resgate para ambos os países e o consequente debate acerca de viabilidade da união monetária (Cour-Thimann, 2013). Esta análise é também realizada por Cecchetti et al. (2012) que explicam as tendências dos balanços-TARGET de cada país e que concluem que os desequilíbrios verificados entre 2011 e 2012 estão relacionados mais com a especulação do que com necessidades de financiamento. Ou seja, se no período até 2011 a principal causa do surgimento dos balanços-TARGET era a necessidade de financiamento dos países mais afetados pela crise financeira, o caso da Espanha e Irlanda está mais associada com a especulação acerca do futuro da zona euro. Os investidores têm em conta esse risco e estas economias passam a ter de recorrer ao TARGET para se financiarem, agravando significativamente as disparidades dos balanços. Estas disparidades atingiram o seu máximo em agosto de 2012, período no qual o montante dos balanços-TARGET ultrapassou o valor de 1 bilhão de euros.

Figura 5: Balanços-TARGET por país[milhares de milhão €]



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados fornecidos pelo *Institute of Empirical Economic Research*, da Universidade de *Osnabrück*, a 10/07/2014

A partir de meados de 2012 verifica-se uma inversão dos saldos dos balanços-TARGET. Os saldos dos GIIPS e dos *core* começam a apresentar uma tendência de convergência pela primeira vez desde que teve início a crise financeira de 2007. Esta

convergência é algo que não era expectável por autores como Sinn e Wollmershäuser (2012a) que defendiam que os desequilíbrios eram insustentáveis e que eram necessárias reformas estruturais na economia europeia para os corrigir, mas que vão em linha com o que é dito por autores como Cour-Thimann (2013) que defendem que é natural o carácter temporário do TARGET por este se tratar de um mecanismo de ajustamento da alocação do crédito no Eurosistema. Porém, existe unanimidade na atribuição ao BCE da responsabilidade pela inversão da tendência verificada até 2012. Mais precisamente, considera-se que o fator decisivo foi o discurso do presidente do BCE, Mario Draghi, a 26 de julho de 2012, no qual foram abordados os temas da integridade da união monetária e da convergência para uma união económica genuína. Mario Draghi afirmou⁴ que “*within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*”. Estas declarações, seguidas da introdução das *Outright Monetary Transactions* (OMT), são amplamente consideradas como responsáveis da diminuição dos balanços-TARGET, ao injetar confiança nos GIIPS e ao promover o sucesso da união monetária (Cour-Thimann, 2013). A tendência decrescente mantém-se até à data, e tudo aponta para que se atinjam valores mais próximos aos verificados antes de 2008.

Na análise dos balanços-TARGET, salientam-se dois países por duas razões diferentes. O primeiro país é a Itália, por ter sido credor no TARGET até 2011 e acumular saldos negativos a partir desse momento, tal como já foi explicado. O segundo país é a Alemanha por se tratar do país que acumulou o maior saldo positivo desde 2007. Não é coincidência que o debate acerca do TARGET tenha espoletado na Alemanha, tal deve-se ao facto dos balanços terem rapidamente atingido valores substancialmente mais altos do que qualquer outro país, representando a grande maioria do crédito-TARGET. Daí, nos exemplos apresentados na literatura e ao longo desta dissertação, se utilizar várias vezes a Alemanha como país representativo dos países *core*.

⁴ Declarações de Mario Draghi a 26 de julho de 2012, na Global Investment Conference, em Londres.

1.5 Consequências das disparidades nos balanços-TARGET

As implicações dos desequilíbrios dos balanços-TARGET são enunciadas primeiramente por Sinn e Wollmershäuser (2012a). Estes autores alertam que os bancos centrais dos países credores no sistema TARGET correm o risco de perder os seus créditos-TARGET no caso de um colapso da zona euro. Isto acontece porque os balanços-TARGET estão diretamente relacionados com a união monetária já que o propósito do sistema TARGET é a manutenção da paridade do Euro em todo o Eurossistema, objetivo esse que deixa de fazer sentido com o colapso da zona euro. Segundo Sinn (2012), no caso de extinção do Euro, seria uma instituição que iria herdar o capital do BCE (avaliado em 31 mil milhões de euros à data do seu artigo). Ao comparar o montante do capital do BCE com as reivindicações dos países credores no sistema TARGET verifica-se uma discrepância enorme de valores, o que significa que os bancos centrais teriam de concorrer por esse capital que pouca ou nenhuma diferença faria, segundo o autor, visto que as perdas continuariam a ser bastantes substanciais. Este risco foi tido em conta pela *Moody's* que ponderou descer o *rating* do crédito da Alemanha, Holanda e Luxemburgo, como refere Sinn (2012).

Estas conclusões foram criticadas por alguns autores, nomeadamente De Grauwe e Ji (2012), que negam que o risco de perdas resultantes do sistema TARGET exista. O seu argumento é de que os balanços-TARGET, apesar de não terem qualquer garantia além da qualidade dos colaterais exigidos, têm um valor intrínseco que não se perderia com a destruição do Euro já que são *fiat money*. Consideram que os balanços-TARGET são um mau indicador do risco que a Alemanha corre (referem a Alemanha por ser o país com maior crédito-TARGET acumulado) e que no caso de realmente existir algum risco, a exposição a esse risco seria voluntária visto que a balança corrente nada tem a ver com os balanços-TARGET nem com as políticas de refinanciamento do BCE. Por último, encaram o risco dos balanços-TARGET como um risco especulativo e concluem desvalorizando o risco da Alemanha devido ao seu crédito-TARGET representar uma pequena parte do seu PIB (PIB esse acima dos três biliões de euros). Sinn (2012) explica que se o BCE continuasse a exigir a mesma qualidade para os colaterais, o fluxo de crédito de refinanciamento para os países da periferia seria inferior visto que esses países não teriam colateral suficiente que cumprisse os requisitos de qualidade para obter o mesmo montante de financiamento. Isso levaria a dívidas-

TARGET inferiores, provando que a exposição ao risco por parte da Alemanha é completamente involuntária visto que depende de fatores fora do seu controlo, como a qualidade do colateral exigido pelo BCE.

Como relembram Sinn e Wollmershäuser (2012a), o fato dos países *core* acumularem crédito-TARGET face ao GIIPS não significa que, por exemplo, as exportações alemãs estejam a ser financiadas com dinheiro obtido do Banco de Portugal. Poderá existir um país intermediário que não pertença à zona euro e que influencie os balanços-TARGET sem qualquer consentimento do país exportador. Isto acontece no caso de um dos países exportar um produto para um país fora da zona euro, que por sua vez irá depois exportar para um dos GIIPS. Visto que o que conta é a balança de pagamentos total e não a bilateral entre os países, o passivo-TARGET acumulado pelo país que importa e o crédito-TARGET obtido pelo país exportador são exatamente os mesmos que no caso de realizarem a troca diretamente.

Além do caso extremo de um colapso da zona euro, existem outros cenários mais plausíveis que também foram analisados na literatura. Homburg (2012), Cour-Thimann (2013) e Auer (2013) aprofundam os variados aspetos do risco no contexto do TARGET. Enumeram três cenários, além da extinção da união monetária, que resultam em perdas diretas para os credores no TARGET.

No primeiro cenário, os bancos comerciais dos GIIPS devido, por exemplo, a um agravamento da crise financeira, falham o seu compromisso perante o banco central ao não conseguirem pagar os empréstimos que obtiveram via TARGET. Devido à baixa qualidade dos colaterais exigidos, é possível que estes não sejam suficientes para colmatar a dívida remanescente. As perdas resultantes são suportadas pelos países com crédito-TARGET.

No segundo caso é posta em causa a saúde financeira de um país da zona euro. Se um país chegar a um ponto que justifique a sua saída da união monetária, quase a totalidade da sua dívida-TARGET irá resultar em perdas para os países credores no TARGET. Essas perdas não são divididas consoante os balanços-TARGET mas sim com base na quota de capital desse país no BCE. Isto prova que não se pode concluir que os países com crédito-TARGET estão expostos a um maior risco do que aquele a que estavam antes da crise financeira.

O último caso é o abandono da união monetária por parte de um país com um crédito-TARGET líquido. O exemplo do autor é novamente a Alemanha, que deixa a zona euro e reintroduz o Marco alemão, que iria apreciar em relação ao Euro. Ora, o BCE tem uma responsabilidade em euros perante o Bundesbank, mas o Bundesbank deve aos bancos comerciais alemães na divisa que estiver em vigor no país. Esta desigualdade leva a perdas maiores consoante a apreciação do Marco face ao Euro, e que são suportadas em exclusivo pelo Bundesbank. Note-se que está-se a admitir que os outros países cumprem os seus compromissos, mas na realidade é difícil sequer imaginar uma união monetária europeia sem a Alemanha. Portanto, neste último caso, as perdas são totais, tal como as perdas no caso de um colapso do Eurosystema.

De forma a evitar estas possíveis situações de perda para a união europeia, a literatura debruçou-se sobre eventuais medidas que pudessem diminuir os prejuízos na eventualidade de um destes cenários ocorrer, ou de evitar a ocorrência destes mesmos cenários. Apesar de atualmente as preocupações acerca desta temática não serem tão acentuadas, devido à tendência descendente dos balanços-TARGET desde 2012, é bastante relevante estudar as propostas presentes na literatura de forma a se poder reagir adequadamente a uma situação semelhante no futuro.

Quando o tópico é a prevenção dos desequilíbrios dos balanços-TARGET, dois casos são proeminentes na literatura. O primeiro é a comparação com o sistema equivalente ao TARGET em vigor nos Estados Unidos da América. Esta comparação faz sentido na medida em que nos Estados Unidos os desequilíbrios são bastante inferiores. O segundo caso prende-se com as políticas praticadas pelo BCE. Apesar do BCE ser responsabilizado pela diminuição atualmente verificada dos balanços-TARGET, também foi bastante criticado pelas políticas que tomou no decorrer da crise que, segundo alguns autores, poderão ter facilitado o acesso ao crédito via TARGET e consequentemente aumentado os balanços-TARGET. Estes casos serão explorados devidamente nos capítulos seguintes.

2. Comparação entre os Balanços-TARGET e a *Interdistrict Settlement account*

Na literatura acerca do TARGET, há uma comparação que é impossível de contornar, a comparação da zona euro com os Estados Unidos da América. Este último possui um sistema de pagamentos interno com bastantes semelhanças ao TARGET, tornando-se imperativo estudar como funciona e as tendências dos seu balanços ao longo do tempo, bem como anotar as diferenças relativamente ao TARGET. Existem alguns autores que argumentam acerca da superioridade do sistema americano sobre o europeu e sugerem que há detalhes no seu funcionamento que podem resolver os problemas dos desequilíbrios dos balanços TARGET. Ao longo desta secção, irar-se-á apresentar o sistema americano, as críticas ao sistema TARGET (tendo em conta as parecenças entre os dois casos), e uma análise crítica aos argumentos apresentados.

Já Garber (1999), muito antes do debate acerca dos balanços-TARGET tomar início, considerava preponderante a comparação do TARGET com a *Interdistrict Settlement account* (ISA), devido à dimensão das zonas em que iriam operar e às semelhanças que partilham. A ISA é usado para controlar os movimentos de ativos e passivos entre os Federal Reserve Banks (Feds) dentro do Federal Reserve System e, juntamente com o sistema de transferências de fundos Fedwire, têm funções muitas semelhantes ao TARGET. Com a controvérsia que acompanhou o ressurgimento da discussão acerca do TARGET, vários outros autores se juntaram na análise ao sistema americano e à confrontação com a ISA e o Fedwire, entre eles Cecchetti, McCauley e McGuire (2012), Whelan (2012), Sinn (2012), Wolman (2013) e Cour-Thimann (2013).

2.1 O modo de funcionamento do *Federal Reserve System*

O *Federal Reserve System* está dividido em 12 distritos, cada um deles com o seu Fed. Estes distritos não correspondem aos estados do país, sendo que a divisão em distritos foi fixada em 1913 aquando da fundação do sistema e dependia da distribuição da população naquela altura. Cada um dos distritos pode abranger diferentes estados, sendo que em alguns casos um estado pode pertencer simultaneamente a dois distritos.

Tal como os bancos centrais nacionais, cada um dos Feds tem o seu próprio balanço. O lado do ativo diz respeito a ações ou outros títulos mobiliários e o lado do

passivo refere-se ao dinheiro em circulação e às reservas dos bancos localizados nesse distrito. As transações que afetam os balanços de mais que um Fed dão origem a uma alteração na ISA. A ISA está presente nestes balanços do lado do ativo e pode tomar valores positivos ou negativos. Da mesma forma que os balanços-TARGET, a soma de todas as ISA é zero.

De forma a tornar clara a semelhança com o TARGET, irá ter-se em conta um exemplo semelhante ao que foi apresentado na explicação do funcionamento do TARGET. Imagine-se que dois indivíduos de distritos diferentes, um de Atlanta e outro de Richmond, pretendem realizar uma troca comercial no valor de \$1.000.000. Neste caso, suponha-se que o pagamento será feito pelo indivíduo de Richmond ao indivíduo em Atlanta. O pagamento não precisa de ser feito presencialmente, a transação pode ser efetuada via Fedwire de forma a facilitar todo o processo. Cada um dos intervenientes na troca está associado a um banco comercial que irá interagir com os Feds dos respetivos distritos. O banco comercial do sujeito que efetua o pagamento (Banco A) terá as suas reservas no Fed de Richmond descontadas em \$1.000.000 (ativo do banco comercial) e uma diminuição, no mesmo montante, na rubrica referente aos depósitos do cliente. O banco comercial do sujeito que recebe o pagamento (Banco B) irá, por sua vez, ver aumentadas as suas reservas no Fed de Atlanta e na rubrica de depósitos dos clientes. O que contrapõe o aumento (diminuição) das reservas do banco comercial no Fed de Atlanta (Richmond) é um ajuste na ISA de cada um dos balanços. Como o Fed de Richmond está efetuar um pagamento para o Fed de Atlanta, a sua rubrica referente à ISA diminui no valor de \$1.000.000 e, em contrapartida, a ISA do Fed de Atlanta aumenta no mesmo valor. A figura 6 demonstra o exemplo apresentado.

Figura 6: Surgimento da ISA (Transferência do Banco Comercial A para o Banco Comercial B)

Banco Comercial A		Banco Comercial B	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Reservas (Richmond Fed) -1	Depósitos (clientes) -1	Reservas (Atlanta Fed) +1	Depósitos (clientes) +1

Fed Richmond		Fed Atlanta	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
ISA -1	Reserva (banco A) -1	ISA +1	Reserva (banco B) +1

Fonte:Elaboração própria

O resultado da transação do exemplo anterior é um aumento da ISA do Fed de Atlanta e uma diminuição da ISA do Fed de Richmond. Isto é equivalente ao exemplo do sistema TARGET em que Portugal obtinha um passivo-TARGET e a Alemanha acumulava um crédito-TARGET. Em ambos os casos, o sistema é composto por bancos centrais que, juntos, gerem uma única moeda. O TARGET mede o crédito fornecido entre os bancos centrais da união monetária europeia e a ISA mede o crédito fornecido entre os Feds.

2.2 Balanços da Interdistrict Settlement Account

Porém, a grande diferença, que faz com que alguns autores critiquem o TARGET e se demonstrem a favor da ISA, é o tratamento que se dá aos balanços resultantes das transações. No sistema TARGET estes balanços podem-se acumular sem quaisquer restrições, o que deu origem aos elevados desequilíbrios cujo pico se verificou em meados de 2012. Estes desequilíbrios foram muitas vezes associados à crise financeira, que teve início em 2007, e vistos como um potencial risco para os países credores. Esta situação nunca chega a acontecer na ISA devido ao processo de liquidação destes saldos realizado em Abril de cada ano.

A ISA data de 1915, e nas primeiras décadas era conhecido como Gold Settlement Account. Na altura, e ao contrário do que acontece atualmente, os saldos eram liquidados diariamente. Todos os dias, cada Fed comunicava ao Federal Reserve Board o montante que lhe era devido e a sua dívida face a cada um dos outros distritos. Tal como o nome indica, o abatimento dos balanços era realizado recorrendo a ouro.

A partir de 1935 o sistema passou a funcionar da mesma forma como funciona atualmente. Em vez de ser necessário o depósito e transferência de ouro diariamente, o instrumento de liquidação utilizado passou a ser a System Open Market Account (SOMA) e, apesar de continuar a ser exigida aos distritos a informação diária acerca do valor dos balanços, a sua liquidação passou a ser feita apenas anualmente. A SOMA consiste num *portfolio* de títulos adquirido pelo *Federal Reserve System* via operações em open market e sobre o qual cada distrito detem uma determinada percentagem baseada no montante da ISA ao longo do ano. Essencialmente, em Abril de cada ano, as participações de cada um dos Feds na SOMA são atualizadas.

É importante salientar que o valor a liquidar no final do ano (através da participação na SOMA) não é o valor do balanço ISA no mês de Abril, mas sim a média da ISA ao longo de todo o ano. Significa que caso a ISA aumente substancialmente nos meses anteriores a Abril, é expectável que a sua liquidação não seja completa, ou seja, que haja algum montante remanescente nos balanços. A única situação que levaria a ISA a tomar valor nulo no mês de Abril seria no caso de o valor que constasse no balanço, findado o período, fosse igual à média dos últimos 12 meses.

Caso não existisse este mecanismo de liquidação, o montante acumulado pelo Fed de Nova Iorque na ISA seria semelhante ao acumulado pelo Bundesbank no TARGET, atingindo valores próximos dos 800 mil milhões de dólares no ano de 2013, segundo Wolman (2013). No entanto, o autor defende que mesmo que se verificassem volumes tão elevados, o assunto não traria tanta polémica como o TARGET pelo simples facto de todo o sistema se incluir num único país.

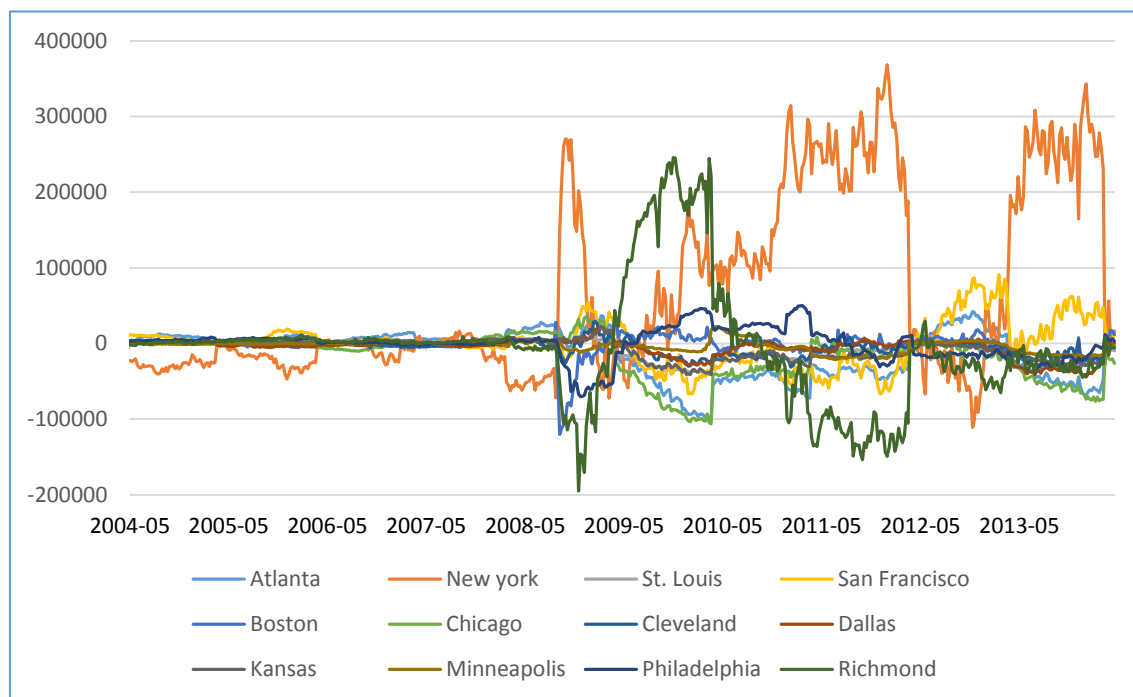
2.3 Evolução dos balanços da *Interdistrict Settlement Account*

Na figura 7 estão representados os balanços de cada distrito na ISA ao longo dos últimos dez anos. Existem alguns aspetos a salientar deste gráfico que permitem entender a razão pela qual a ISA foi tão mencionado na literatura durante o debate do TARGET. Antes de mais, a imediata semelhança com o sistema TARGET a partir de 2008, período no qual se verifica um aumento substancial nos saldos dos distritos. Outro fator a ter em conta é a óbvia associação entre o Bundesbank e o Fed de Nova Iorque devido à sua posição como credores desde 2008. Os enormes saldos verificados pelo Fed Nova-iorquino destacam-se largamente dos dos restantes distritos quase da mesma

forma como os balanços-TARGET do Bundesbank se destacam dos dos restantes países da união monetária europeia. No entanto, é importante relembrar que o sistema ISA é multilateral, ou seja, cada Fed acumula crédito ou débito face a cada um dos outros distritos, enquanto que no TARGET os balanços referem-se a crédito acumulado face a todo o Eurosystema.

Porém, a principal razão da ISA ser mencionada é o fato dos balanços serem saldados anualmente. Esta é a razão pela qual Sinn e Wollmershäuser (2012a) defende a inclusão de um mecanismo semelhante na Europa. O autor argumenta que a obrigatoriedade do abatimento dos saldos anualmente retira o incentivo, que na sua opinião os GIIPS têm, de fácil acesso ao crédito via TARGET. Este fenómeno é evidente no gráfico em 2009, 2012 e 2013, não sendo tão claro em 2010 e 2011. Tanto em 2009, 2012 e 2013, é possível verificar uma clara convergência para o valor zero de todos os saldos. Em 2010 a liquidação não foi completa, salientando-se a ISA do Fed de Nova Iorque que não revela uma diminuição como era esperada devido a esta incidir sobre a média anual dos balanços e não sobre o valor à data do abatimento. Em 2011, à primeira vista, parece nem existir qualquer ajustamento, tal como Koning (2014) e Bijl e Lukkezen (2012) apontam e como nos sugere a intuição aquando da análise do gráfico, especialmente se tivermos em conta a figura 8. Todavia, Wolman (2013) prova que existiu de facto um ajustamento nesse ano, terminando a especulação das razões e das implicações que uma possível alteração nas regras pudesse significar. Até esta conclusão, diversos autores invocavam a existência de uma secção do Federal Reserve Act que permite a alteração das regras de liquidação. Apesar desta secção estar prevista na lei e de poder ser a razão pela não diminuição da ISA no futuro, o ajustamento de Abril de 2011 aconteceu tal como em todos os outros anos, da forma explicada pelo autor.

Figura 7: Interdistrict Settlement Accounts [milhões \$]



Fonte: *Federal Reserve Bank de St. Louis*

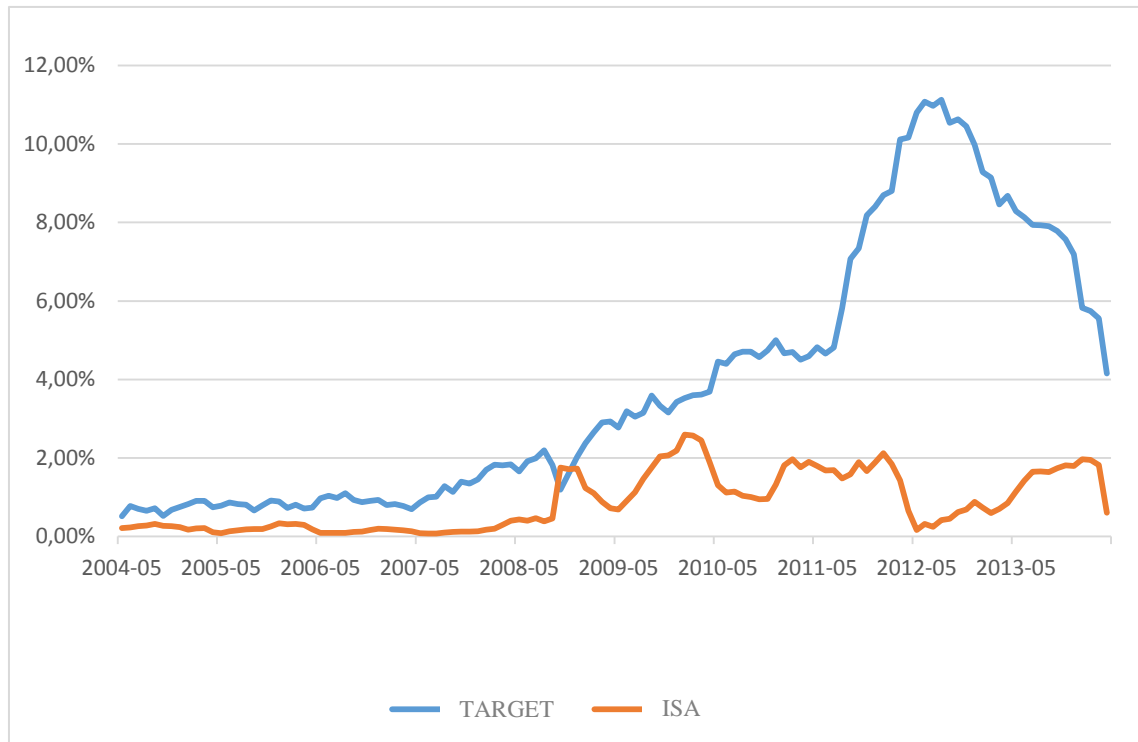
Apesar de os balanços ISA serem bastantes avultados comparando com o período antes de 2008, ficam bastante aquém dos valores alcançados pelos balanços-TARGET durante o mesmo período. Isso é evidente na figura 8. A figura compara o somatório dos créditos do TARGET com o somatório dos créditos na ISA, ponderados pela percentagem do PIB da área que representam.

Analisando o gráfico podemos observar que ambos os balanços eram praticamente insignificantes até 2008, sendo os valores do TARGET superiores ao da ISA. A partir de 2007, e com o surgimento da crise financeira na Europa, o TARGET começa a demonstrar uma tendência mais ascendente que se mantém até julho de 2011. No entanto, os valores da ISA, apesar de terem subido bastante, tiveram sempre um crescimento limitado devido à imposição de liquidação anual dos balanços. Assim, é evidente uma tendência em ziguezague entre 2008 e 2012, sendo ainda mais evidente a aparente ausência de liquidação em abril de 2011. Se até 2011 a ISA apresentava uma tendência mais estável do que o TARGET, então a partir dessa data e até julho de 2012 é que se destaca a grande diferença de ambos os sistemas. Enquanto que, após o ajustamento de abril, a ISA apresentava um saldo de cerca de 25 mil milhões de dólares

(0,1% do PIB americano), o TARGET atingiu o valor de 947 mil milhões de euros (quase 11% do PIB do Eurossistema). O TARGET iria ainda ultrapassar a marca de 1 bilião de euros, atingindo o pico em agosto de 2012. O período entre julho de 2011 e julho de 2012, devido à exuberante diferença que se veio a verificar entre os balanços dos dois sistemas, coincidiu com o intervalo de tempo em que o debate do TARGET atingiu o seu auge. Motivada pelas diferenças entre as tendências verificadas, grande parte da literatura acerca do TARGET e a clara maioria dos artigos citados nesta dissertação surgiu neste período. A partir de julho de 2012 pode-se notar uma inversão na tendência dos balanços-TARGET, passando esta a ser uma tendência descendente que se tem acentuado a partir de maio de 2014. Enquanto isso, a ISA tem mantido a sua tendência cíclica de um ano, sem que os balanços tenham alguma vez ultrapassado os valores atingidos nos primeiros meses de 2010.

Concluindo, os autores que defendem a introdução de um sistema semelhante na Europa acreditam que, nesse caso, os GIIPS não teriam incentivo a recorrer ao TARGET de forma a satisfazer a sua procura interna de crédito. Isto porque não haveria quaisquer incentivos à acumulação de dívida-TARGET visto que esta teria de ser saldada anualmente. Assim, os balanços-TARGET não iriam apresentar equilíbrios semelhantes no futuro, sendo o seu comportamento semelhante ao da ISA.

Figura 8: Comparação entre os Balanços-TARGET e a Interdistrict Settlement Account [% PIB]



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados obtidos do *Institute of Empirical Economic Research*, da Universidade de *Osnabrück* e do *Federal Reserve Bank de St. Louis*.

No entanto, Sinn e Wollmershäuser (2012a) alertam para a dificuldade de implementação de uma regra de liquidação, pelo menos enquanto as disparidades nos balanços forem tão pronunciadas. Se, por exemplo, os bancos centrais devedores no TARGET tivessem de saldar imediatamente as suas contas com o Bundesbank através da transação de títulos, à semelhança do que acontece na ISA, a grande maioria dos países não iria conseguir cumprir. Este incumprimento deve-se à ausência de colateral de qualidade capaz de cobrir a dívida. Como consequência, a implementação de tal medida poderia levar vários países à falência do dia para a noite, destruindo o Eurossistema. Tal como Sinn e Wollmershäuser (2012a) relembram, em *Bretton Woods* também existiam desequilíbrios nas balanças de pagamentos, no entanto estes tinham de ser compensados em dólares ou ouro. Nesse sistema, a Alemanha e a França acumularam um excedente de tal forma significativa que, quando exigiram a conversão dos dólares em ouro, em 1968, levaram ao colapso do sistema. Assim, o período ideal para a implementação de uma regra semelhante no sistema TARGET seria quando os

desequilíbrios fossem quase nulos, de forma a minimizar o impacto inicial. Estas condições podem estar reunidas brevemente caso a tendência descendente verificada dos balanços-TARGET se mantenha até se chegarem a valores próximos dos verificados antes de 2008. Todavia, há opiniões que discordam do sucesso de tal implementação no sistema TARGET, mesmo que aconteça em condições consideradas ideais, devido às implicações de longo prazo e às diferenças intrínsecas entre a Europa e os Estados Unidos da América.

2.4 Diferenças entre os dois sistemas

A liquidação dos balanços-TARGET, à semelhança do que acontece nos Estados Unidos da América, não é exequível segundo alguns autores. Cour-Thimann (2013) enumera algumas razões que fundamentam esta sua opinião. O argumento desenvolvido prende-se com a diferença entre o destino dos rendimentos dos bancos centrais europeus e o destino dos rendimentos dos Feds (Federal Reserve Banks). Os rendimentos de cada banco central da zona euro pertencem a cada um dos diferentes países que a compõem. Devido a esta particularidade, existem incentivos para que cada banco central tente obter o maior lucro possível, lucro este que pertencerá ao país onde está inserido. Esta situação não ocorre no sistema americano, visto tratar-se de um único país. Aqui, os Feds estão divididos em distritos, sendo que estes não coincidem com os estados. Devido a essa não correspondência, são eliminados os encorajamentos à angariação de recursos em cada um dos distritos individualmente. Além disso, o rendimento obtido do conjunto dos Feds é propriedade da Reserva Federal Americana. Ou seja, enquanto no primeiro caso existem 18 países que têm direito ao que é obtido pelo seu banco central, no segundo caso apenas existe uma única entidade que é responsável por todo o sistema.

Esta característica do sistema americano é importante pois elimina qualquer situação de concorrência que pudesse existir entre os distritos. Não existe qualquer recompensa em tentar obter resultados melhores à custa de outro distrito. Isto torna quase irrelevante quais as zonas que acumulam saldos positivos ou negativos, visto que a individualidade de que cada distrito não é um fator a ter em consideração quando se trata de risco. Ou seja, não faz sentido especular a falência de um Fed. O mesmo não se pode dizer do caso europeu visto que há uma clara independência de cada país. Esta diferença faz com que a acumulação de balanços-TARGET positivos, por parte da

Alemanha, face ao resto da Europa seja alvo de mais atenção do que os saldos acumulados pelo distrito de Nova Iorque. Daí alguns autores sugerirem que o TARGET tem sido utilizado pelos GIIPS em prejuízo da Alemanha.

O facto de todos os Feds estarem sobre uma única alçada permite alguma flexibilidade numa situação de maiores desequilíbrios visto que torna possível uma mudança nas regras de liquidação para se salvaguardar a integridade do sistema. Visto que todo o sistema pertence ao mesmo país, é quase irrelevante uma perda num distrito desde que esta seja compensada com um ganho noutra local. A situação altera-se completamente no caso europeu em que cada banco central é detido por um país e não pela União Europeia como um todo. Isto significa que uma alteração da legislação poderia levar a uma transferência indireta entre países, o que não é aceitável. Para que o sistema americano fosse passível de aplicação, teria de haver um nível de integração europeia semelhante à americana ao ponto de que as perdas de um país pudessem ser compensadas por ganhos noutra país sem que isso originasse problemas políticos e sociais.

Tal como foi dito anteriormente, aos Feds sempre foi requerido algum tipo de liquidação. Nos tempos do padrão ouro exigia-se que se saldasse os balanços diariamente através de ouro, enquanto que mais recentemente apenas se exige uma liquidação anual. No entanto, o Fed não é obrigado por lei a tomar este tipo de comportamento, apenas o faz porque tradicionalmente é esta a forma que utiliza para manter a paridade do dólar, podendo a qualquer momento alterar as regras em prol de um dos Feds que possa estar a verificar fluxos de saída anormalmente elevados e a acumular uma ISA negativa que possa prejudicar o funcionamento do sistema.

Portanto, o TARGET, tal como a ISA, não deve ser utilizado para castigar ou disciplinar um determinado grupo de países. Deve ser apenas um instrumento para atingir um objetivo, sendo que neste caso o propósito é a paridade do Dólar em todos os Feds e a paridade do Euro em todos os países da zona euro. A livre circulação de capital é essencial no âmbito de uma união monetária e é um requisito para a manutenção da paridade do moeda, não fazendo qualquer sentido limitá-la nos períodos em que é ainda mais fundamental, os períodos de crise. A função do TARGET como sistema de pagamentos é, acima de tudo, assegurar que uma unidade monetária, neste caso o Euro,

valha o mesmo, independentemente de estar associada ao banco central grego ou ao Bundesbank. Esta paridade seria posta em causa se se adotassem as medidas em vigor no sistema americano, nomeadamente a obrigatoriedade de liquidação dos balanços-TARGET, porque poderia isolar um país da restante união monetária. Se um país fosse impedido de acumular mais dívida-TARGET para ser capaz de saldar os seus balanços naquele ano, teria de cessar as relações comerciais com os restantes países da união monetária. Esta situação, além de ir contra o princípio da livre circulação de capital que é um dos pilares de uma união monetária, levaria a que uma unidade monetária naquele país valesse menos porque a sua circulação estaria limitada às fronteiras desse país.

Como tal, a aplicação de um sistema semelhante ao americano implicaria óbvias restrições do fluxo de capitais, o que contradiz os princípios de uma união monetária. Mas, há que ter em conta que na ISA existe tradicionalmente a liquidação dos balanços sem qualquer intenção de prejudicar os Feds que apresentem saldos negativos. Apesar de nos seus tempos primórdios ser visto como um mecanismo obrigatório e essencial, até por se tratar de um resquício do Padrão-Ouro, atualmente é visto meramente como um exercício contabilístico. Também não tem, nem poderia ter, o propósito de limitar o fluxo de capital internamente pois isso faria com que o valor de um dólar fosse diferente consoante o Fed onde estivesse depositado. É que no caso de algum Fed não ter capacidade para saldar o seu balanço da ISA, o Federal Reserve Board poderia simplesmente atuar, conforme previsto na secção 16(14) do Federal Reserve Act, alterar as regras de liquidação e evitar um bloqueio de capitais. Segundo esta secção do Federal Reserve Act, a paridade do dólar é uma prioridade em relação à liquidação do sistema. Ou seja, apesar de serem dois conceitos interligados no sistema americano, não é necessário que esses balanços cheguem a ser saldados desde que todos os dólares valham o mesmo, independentemente do banco comercial ou do Fed a que estejam associados. Assim, segundo a secção 16(14), o Board pode modificar o sistema de modo a torná-lo mais flexível e assegurar a paridade do dólar. Se decidisse permitir que Atlanta e Richmond acumulassem dívida, estaria a tomar um comportamento semelhante ao que o BCE está a tomar em relação aos GIIPS, e teria toda a legitimidade legal para o fazer. Portanto, apesar de ser visto como um sistema rígido, existe esta possibilidade para que funcione de uma forma muito semelhante ao TARGET e que

permita introduzir alguma flexibilidade para auxiliar distritos que enfrentem dificuldades fora do normal.

Além de tudo isto, existe ainda um último aspeto que diferencia o sistema americano do sistema europeu. Este fator é o risco do colapso de todo o sistema. No Eurossistema, um dos tópicos mais debatidos foi a possibilidade de abandono de um país da união monetária. Isto pode acontecer por um variado número de razões que eventualmente levem um país a abandonar o Euro. Esse risco foi real ao longo de toda a crise, chegando a temer-se não só pela saída de um único país, mas também pelo fim da união monetária como um todo. Se um país chegar a um ponto que justifique a sua saída da união monetária, grande parte da sua dívida-TARGET iria resultar em perdas para os países credores no TARGET. Na eventualidade de outros países tomarem este caminho, o fim do Euro seria uma realidade. É claro que no caso de abandono da parte de um país credor, como a Alemanha, o sistema ficaria imediatamente enfraquecido, sendo que não é concebível uma união monetária europeia sem a Alemanha.

Ora, a imposição de uma liquidação obrigatória dos balanços-TARGET poderia contribuir para o aumento desse risco. Quando se verificassem tendências fora do normal que criassem dúvidas acerca da capacidade de um país para cumprir os seus compromissos, os especuladores potencializariam esse risco até ao limite caso conseguissem obter algum lucro desta situação. Neste caso, o especulador referido não é aquele que interage somente no mercado de títulos de forma a obter ganhos, é sim qualquer indivíduo ou entidade que tenha a capacidade de influenciar a opinião pública e criar um efeito real na economia. Por exemplo, imagine-se a situação em que Portugal acumula um saldo negativo no TARGET superior ao normal ou ao que era expectável. À partida pode não existir sequer algum problema, visto que esse saldo pode ser fruto de uma maior procura de crédito e não da diminuição da oferta de crédito privado a Portugal. Porém, caso alguma entidade expressasse dúvidas acerca da capacidade de Portugal em saldar os seus balanços, iniciar-se-ia um debate acerca das possíveis implicações de um não cumprimento. Ora, no caso de não cumprimento, uma possível consequência seria a restrição do acesso ao crédito a Portugal. Esta situação, tal como já foi explicado anteriormente, levaria a uma restrição de capital que vai contra o objetivo da união monetária. De forma a seguir os princípios da união, o abandono de Portugal do Euro seria uma realidade a considerar. Claro que haveria a hipótese de se adiar o

período de liquidação, a questão seria até que ponto os países credores estariam dispostos a correr esse risco. É que nesta situação Portugal encontrar-se-ia já debilitado e, apesar de o prazo de liquidação ter sido adiado, o abandono da união monetária já era um cenário hipotético para os credores. Certamente que estes preferiam que Portugal saldasse o máximo que conseguisse dos balanços-TARGET em vez de se arriscarem a ter ainda mais perdas. No caso de, findado o prazo extra para o ajustamento, Portugal acumulasse um balanço ainda mais negativo, as perdas seria mais avultadas para os credores. A especulação acerca do abandono de um país, causado pela exigência do acerto dos balanços-TARGET, teria consequências puramente negativas para a união como um todo. Traria um clima de desconfiança entre os países que certamente iria causar uma fuga de capital, pois tornar-se-ia arriscado investir em Portugal. Sem conseguir obter capital privado e sem poder recorrer ao TARGET, sérias dificuldades esperar-se-iam, culminando certamente no abandono da moeda única em Portugal.

Mas, se teria efeitos tão negativos na Europa, como é que funciona nos Estados Unidos da América? A verdade é que, mais uma vez, temos de ter em conta que o sistema TARGET abrange vários países, enquanto que a ISA apenas existe num único país. Isto torna o sistema americano quase invulnerável à especulação no sentido em que é completamente irrealista considerar um cenário em que um distrito inteiro (que não corresponde sequer a um estado) abandonaria o país devido aos saldos da ISA do seu Fed. Por estar contido num único país, a ISA é um sistema muito mais robusto que o TARGET, podendo ultrapassar facilmente o que seriam obstáculos incontornáveis na Europa. Na hipótese de algum Fed não conseguir saldar os seus balanços, existe sempre a secção 16(14) do Federal Reserve Act que permitiria alterar as regras e encontrar uma solução. Um adiamento do prazo para a liquidação é um cenário muito mais realista nesta situação visto que o risco de abandono de um distrito ou de colapso de todo o sistema é inexistente, podendo sempre ser exigido o ajustamento de contas a um determinado Fed num período considerado mais apropriado. Mesmo que os balanços acumulados sejam mais elevados findado o prazo, existe mais margem de manobra para se alargar novamente a data de liquidação ou para se encontrar uma nova solução do que no TARGET, visto que nenhuma das entidades irá abandonar o sistema entretanto.

Como tal, e apesar de ter surgido por diversas ocasiões ao longo do debate do TARGET, a aplicação das regras em vigor no sistema americano são um cenário

irrealista e inexecutável devido às diferenças existentes entre os Estados Unidos da América e o Eurosystema.

3. O papel do BCE nos balanços-TARGET

Uma das críticas mais debatidas acerca dos balanços-TARGET prende-se com a causa dos desequilíbrios evidenciados e se os fundos obtidos por esta via realmente foram benéficos para a união monetária ou apenas para alguns dos seus países. Segundo Sinn e Wollmershäuser (2012a) e Sinn (2011), os défices da balança corrente dos GIIPS durante a crise foram financiados através do TARGET. Apesar de os autores se referirem ao destino que foi dado aos fundos e não à razão que levou aos desequilíbrios, esta afirmação levou a que outros autores testassem a correlação negativa entre os balanços-TARGET e os saldos das balanças correntes. De Grauwe e Ji (2012) contrapõem que o pico máximo do TARGET e dos desequilíbrios das balanças correntes ocorrem em momentos distintos. Auer (2012), Bindseil e König (2012) e Cecchetti et al. (2012) dizem que não há qualquer correlação entre os défices TARGET e as balanças correntes, já Auer (2013) admite uma correlação, mas apenas após 2007. Também Buitter et al. (2011a), Whelan (2011) e Whelan (2012) argumentam contra as supostas conclusões de Sinn e Wollmershäuser (2012a).

Em resposta, Sinn e Wollmershäuser (2012b) explicam que foram mal interpretados porque nunca mencionaram a existência de correlação entre os balanços-TARGET e as balanças correntes, apenas provaram que os desequilíbrios das balanças correntes dos GIIPS foram maioritariamente financiadas pelo crédito via TARGET. É entretanto necessário averiguar porque é que os défices das balanças correntes foram financiados via TARGET e a questão da fuga de capital privado dos GIIPS.

A interpretação mais comum é a de que o TARGET proporcionou uma forma de financiamento, alternativa ao mercado, aos países com maiores dificuldades. As críticas, de Jobst (2012), Sinn (2012), Sinn e Wollmershäuser (2012b), Cour-Thimann (2013) e Lane (2013), devem-se ao facto de o TARGET ter permitido um financiamento mais barato que o de mercado, interferindo diretamente no equilíbrio do mercado de capitais.

No decorrer da crise financeira, as taxas de juro de mercado de financiamento para os GIIPS aumentaram, o que tornou o financiamento junto dos respetivos bancos centrais (via TARGET) mais atrativo. Esta prática foi também incentivada pelo Banco Central Europeu, sendo as suas práticas alvo de críticas na literatura, pois foi como

consequência destas que o TARGET conseguiu ser uma opção mais vantajosa que o mercado.

3.1 Requisitos para colaterais como instrumento de política

Como já foi explicado, no processo de obtenção de financiamento junto dos bancos centrais, era necessário que os bancos comerciais fornecessem colateral de qualidade em troca. Esta era a única restrição ao montante de financiamento que lhes era acessível via TARGET e servia como garantia na eventualidade de incumprimento. Por si só, não existiria qualquer problema no financiamento via TARGET, desde que existisse colateral suficiente para cobrir esse montante de financiamento.

Todavia, no decorrer da crise, existiam bancos comerciais nos GIIPS com dificuldades no acesso ao crédito, existindo o risco de se tornarem insolventes. A insolvência é um problema que deriva de problemas de liquidez. Assim, o BCE, que tem o dever de assegurar o acesso ao crédito aos bancos comerciais (exigindo sempre colateral), tomou algumas decisões de política com o objetivo de facilitar esse acesso. Segundo Sinn e Wollmershäuser (2012b), estas políticas faziam sentido no início da crise financeira, mas entretanto começaram a interferir no mercado de capitais ao oferecer crédito em condições em que não se tomava em conta os riscos individuais de cada país. Logo, os países não tinham incentivo em melhorar a sua posição perante o mercado, através da consolidação das contas públicas ou de um aumento de competitividade da economia, porque mantinham o acesso a crédito por outra via.

As medidas do BCE para facilitar o acesso ao crédito passaram pela redução da qualidade dos colaterais exigidos. Até 24 de Outubro de 2008, a qualidade exigida era A-, o que se tornava rigoroso demais para as pequenas economias que precisavam da periferia que necessitavam de financiamento mas que não possuíam muito colateral de categoria tão elevada. Assim, a 25 de Outubro de 2008, os requisitos diminuíram para BBB-, apenas um patamar acima do rating denominado de “lixo”. Portanto, passou a existir mais colateral nos GIIPS que cumpria as exigências do BCE, aumentando o montante de crédito que lhes estava disponível. Esta diminuição foi suficiente durante algum tempo, até este tipo de colateral começar a escassear. Este fator, aliado à diminuição do rating de Portugal e Grécia para BB+ e à contínua necessidade de financiamento, tornaram necessária a implementação de uma nova medida. Então, a

partir de 3 de maio de 2010 até 7 de julho de 2011, o BCE passou a aceitar como colateral os títulos de dívida pública de Portugal, Grécia e Irlanda, cujos *ratings* eram inferiores à qualidade exigida para outros tipos de colaterais. Em certos casos continuou a ser insuficiente, e em alguns países, como a Grécia, Chipre e Irlanda, teve de se recorrer ao Emergency Liquidity Assistance (ELA). O crédito ELA provém também dos bancos centrais, sendo que a diferença está nas garantias que os bancos comerciais têm de apresentar em troca. No ELA, é o país que se compromete a pagar em caso de incumprimento dos bancos comerciais, que não têm de apresentar qualquer tipo de colateral como garantia. Finalmente, foi ainda permitido aos bancos comerciais dos países em dificuldades que apresentassem Asset-backed Securities (ABS) como colateral. O valor de um ABS deriva de um grupo de ativos subjacentes, com diferentes riscos e *ratings*. Muitos desses ativos são ilíquidos e não são possíveis de vender isoladamente. Ao estarem juntos, o seu risco é diversificado e podem ser vendidos a investidores como um todo. No geral, apesar de tornarem mais acessível o crédito aos países da periferia, estas medidas com o objetivo de diminuir a qualidade do colateral exigido diminuíram as garantias no caso de incumprimento.

3.2 Controvérsia face ao BCE

Homburg (2012) argumenta que as disparidades verificadas nos balanços-TARGET poderiam ter sido evitadas caso o BCE não tivesse diminuído a qualidade dos colaterais exigidos. Sinn (2012) também explica que a não diminuição da qualidade exigida para os colaterais levaria a menores dívidas-TARGET, taxas de juro mais altas (e menor fuga de capital da periferia), menos gastos da parte dos governos e, no geral, um menor desequilíbrio das contas públicas dos GIIPS. Fahrholz e Freytag (2012) também concluem que estas medidas levaram a um aumento direto dos balanços-TARGET. É de salientar também uma alegada carta enviada pelo Bundesbank, endereçada a Mario Draghi, presidente do BCE, expressando preocupação acerca das consequências das políticas tomadas pelo BCE⁵.

Os riscos de incumprimento foram uma realidade constante desde o início da crise financeira, tornando necessário estudar as implicações das medidas promovidas pelo BCE. Se o aumento dos balanços-TARGET está diretamente relacionado com estas

⁵ Ver: “The Bundesbank has no right at all to be baffled”, de Wolfgang Münchau, publicado a 4 de Maio de 2012 na edição online do *Financial Times*. Link: <http://on.ft.com/AphAqY>

medidas, então os riscos que lhes estão associados também são responsabilidade do BCE. O facto de os balanços-TARGET terem aumentado, aumenta também as potenciais perdas num cenário de incumprimento, além de que o próprio aumento desses balanços também influencia o risco de incumprimento.

Ora, num cenário de incumprimento, há que ter em conta a dívida-TARGET como uma potencial perda para os credores. Tal como mencionado na secção 1.5, se é posta em causa a saúde financeira de um país da zona euro, e este chegar a um ponto que justifique a sua saída da união monetária, quase a totalidade da sua dívida-TARGET irá resultar em perdas para os países credores no TARGET. Essas perdas são partilhadas com base na quota de capital que cada país tem no BCE, o que significa que o montante de crédito-TARGET que um país tem que não é um bom indicador do risco que esse país corre. No final, são os contribuintes europeus que irão suportar as perdas no caso de algum dos GIIPS entrar em incumprimento. Logo, pode-se concluir que as políticas do BCE foram prejudiciais para toda a união monetária, na medida em que houve uma transferência de risco dos países com maiores dificuldades para os restantes países que, de outro modo, não teriam sido envolvidos neste assunto.

Portanto, seguindo este raciocínio, compreende-se que alguns autores e até o próprio Bundesbank “apontem o dedo” ao BCE, pois foram promovidas políticas que beneficiariam uns países em detrimento de outros. Os GIIPS tiveram um maior acesso ao crédito por parte dos seus bancos centrais e quem teve de suportar o risco foram os restantes países que não tinham qualquer voto na matéria. Geralmente, são os credores que definem as condições de um empréstimo, como a taxa a vigorar e as garantias, e são eles que também suportam o risco. A injustiça nesta situação deve-se ao facto de existir uma entidade que define as regras do financiamento, o BCE, mas que não suporta o risco no caso de incumprimento, pois este recai sobre todo o Eurossistema.

3.3 Fuga de capital dos GIIPS

Porém, há que ter em conta os motivos do BCE para promover estas medidas e quem foi realmente beneficiado por elas. De facto, parece incoerente a aprovação de medidas que beneficiassem tão claramente uma parte em detrimento de outra.

Na realidade, apesar de as medidas do BCE terem levado a um aumento dos desequilíbrios nos balanços-TARGET, a principal causa do aumento dos balanços-

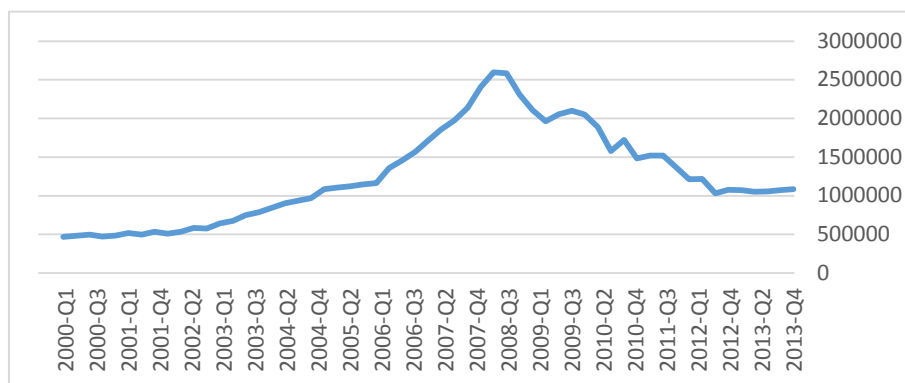
TARGET no decurso da crise financeira, que teve início em 2007, foi a fuga de capital existente dos GIIPS.

Esta fuga de capital decorreu porque, num contexto de crise, ter investimentos ou fornecer crédito a países deficitários é arriscado. Ou seja, ao verificar que determinado país se encontra em dificuldades, o investidor tentará vender os seus ativos nesse país de forma a minimizar o risco de incorrer em perdas. No caso português, foram sobretudo os bancos do norte da Europa que não renovaram as linhas de financiamento aos bancos portugueses. Existe um fluxo de saída de capital do país afetado generalizado, que poderá ter um efeito de bola de neve. Assim, para que o país onde se verificaram estes fluxos de saída de capital consiga travar essa tendência, precisa de encontrar uma alternativa de financiamento, sobre pena de entrar em incumprimento. É aí que o TARGET tem um papel preponderante, e que leva diversos autores a criticá-lo, pois introduziu alternativa de financiamento aos países com maiores dificuldades. As críticas, de Jobst (2012), Sinn (2012), Sinn e Wollmershäuser (2012b), Cour-Thimann (2013) e Lane (2013), devem-se ao facto de o TARGET, para servir de alternativa, permitir um financiamento mais barato que o de mercado, interferindo diretamente no equilíbrio do mercado de capitais.

3.4 International Bank Claims

Mas, de forma a entender o impacto dessa fuga de capital dos GIIPS, é necessário estudar o papel que os países com economias mais fortes tiveram nos países com economias mais pequenas. O gráfico seguinte demonstra o fenómeno de fuga de capital enunciado a partir de meados de 2008. No entanto, é necessário primeiro entender o significado da série referente às International Bank Claims. Esta série representa o montante de crédito fornecido pelos bancos das maiores economias europeias aos GIIPS nos últimos vinte anos. No gráfico está representado o montante de ativos que os bancos comerciais da Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Holanda e Áustria detêm sobre os bancos comerciais da Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha. Essencialmente, representa o fluxo de crédito que foi direcionado para os GIIPS. Ao longo deste período existem diversos pontos interessantes para análise, especialmente os anos de 1999 e de 2008.

Figura 9: International Bank Claims dos países do núcleo sobre os GIIPS [milhões \$]



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Bank for International Settlements (BIS), Consolidated banking statistics, Tabela 9B.

O período antes de 1999 é caracterizado pelo baixo fluxo de crédito para os GIIPS. Esta tendência altera-se a partir de 1999, verificando-se um súbito aumento de crédito para esses países. Tal fenómeno deve-se à confirmação dos 11 países que iriam adotar o euro em 1999 bem como a fixação das taxas de câmbio que iriam ser indexadas à nova moeda. Esses acontecimentos são importantes na concessão de crédito internacional porque eliminam por completo o risco da taxa de câmbio entre os países envolvidos. No período antes de 1999, no caso de um país acumular uma dívida considerada excessiva face a outro país, tinha a opção de desvalorizar a sua moeda de forma a diminuir o valor real que tinha de pagar, ou, mesmo que não desvalorizasse a moeda deliberadamente, a sua taxa de câmbio poderia sofrer alterações por diversas razões, sendo um risco importante a ter em conta. Esta situação era arriscada para os credores e não existiam muitos incentivos para conceder crédito a países com maiores dificuldades que, conseqüentemente, era os mais propícios a recorrer à desvalorização. É por esta razão que a fixação das várias taxas de câmbio potenciou a concessão de crédito entre os países que iriam fazer parte do euro.

Dada a crescente integração da zona euro e à remoção da política monetária, a interação entre os países no mercado de crédito aumenta, nomeadamente após a eliminação das divisas nacionais. Esta eliminação foi mais uma etapa importante da afirmação do euro, pois reduziu por completo os riscos da taxa de câmbio e tornou todo o projeto europeu realidade.

Desde então, o fluxo de crédito foi crescendo cada vez mais, tendo essa tendência sido interrompida apenas em meados de 2008. A inversão repentina veio coincidir com o período em que se confirmou a verdadeira dimensão da crise financeira, com a falência do Lehman Brothers. Este acontecimento afetou severamente a confiança no Euro e espoletou uma série de debates acerca do risco de incumprimento de vários países.

Assim, com o agravamento da crise financeira e a diminuição da confiança nos GIIPS, verificou-se a fuga de capital destes últimos. A crise afetou de tal forma a confiança nesses países que o crédito que lhes era concedido pelo resto da Europa diminuiu para valores semelhantes aos de 2004. Teve início então um fluxo de saída de capital massivo das economias da periferia para as economias mais fortes, opção feita pelos investidores com o objetivo de se protegerem do risco de incumprimento que o colapso do Euro implicaria.

De forma a identificar os países que investiam mais nos GIIPS, fez-se a mesma análise para cada um dos países individualmente de forma a comparar a tendência individual de cada país com a tendência coletiva, tal como representada na figura 10.

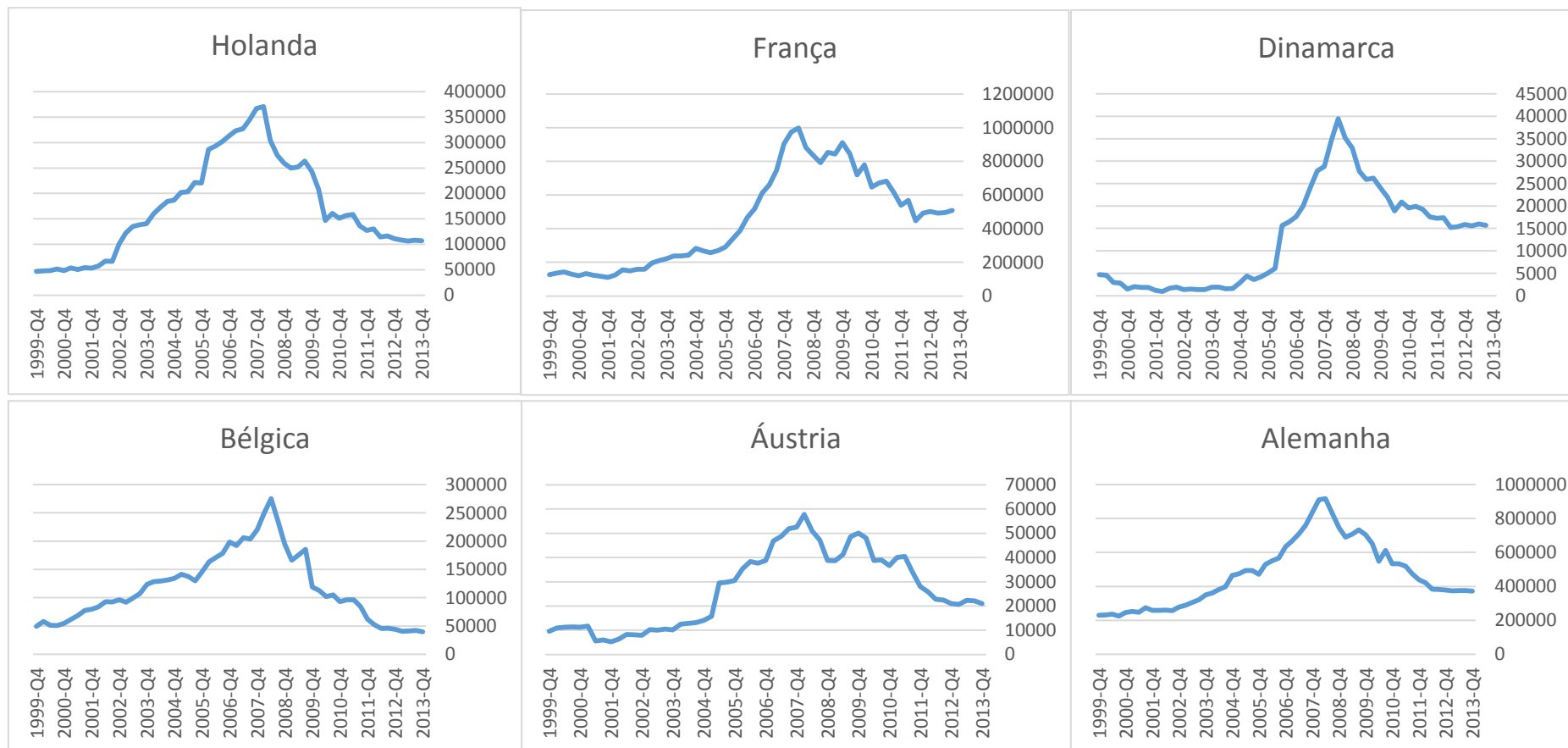
Pode-se facilmente verificar que todos os gráficos⁶ da figura 10 são semelhantes com o gráfico da figura 9, provando que foi uma tendência que ocorreu em todos os países e não apenas num caso particular.

Dos gráficos em baixo representados é importante ter em especial atenção os referentes à Alemanha e França, por duas razões: são os dois países com mais presença nos GIIPS ao longo de todo o período representado e foram os países em que mais se verificou o fenómeno de *flight to safety*, em termos absolutos. Este fenómeno caracteriza-se pela venda de ativos considerados de risco, como os que estes países detinham nos GIIPS, para substituir por ativos mais seguros, como obrigações do tesouro alemão por exemplo.

⁶ O gráfico referente à Finlândia foi impossível de realizar devido à falta de dados. No entanto, tendo em conta os poucos dados disponíveis, verificou-se que tinha um peso substancialmente inferior a qualquer um dos outros países representados.

Em relação aos restantes países, pode-se observar que os montantes em causa são bastante inferiores, mas que contribuem na mesma para os valores atingidos pelo coletivo.

Figura 10: *International Bank Claims* dos países do núcleo sobre os GIIPS [milhões \$]



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Bank for International Settlements (BIS), *Consolidated banking statistics*, Tabela 9B.

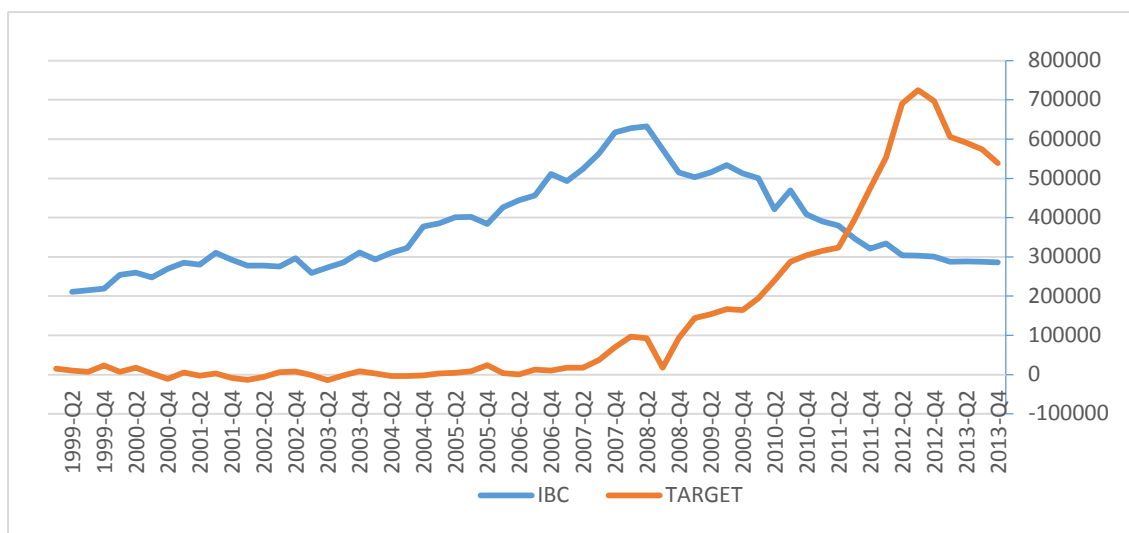
3.5 Importância da atuação do BCE

Um país deficitário corre riscos financeiros, tal como o risco de fuga de capital. Como as economias se ajustam gradualmente, uma paragem súbita de entrada de capital estrangeiro implica obrigatoriamente uma recessão e dificuldades de financiamento (Obstfeld e Rogoff, 2005; Lane, 2013). No entanto, também os países excedentários têm de se adaptar porque perdem os mercados para onde exportavam. Garber (1999) menciona a possibilidade de fuga de capital no contexto da zona euro tendo afirmado inclusive que, no caso de existência de uma crise durante o processo de integração da moeda única, o TARGET poderia ter servido como meio de propagação dessa mesma crise.

O papel do BCE é evitar essa paragem súbita de capital, tendo para isso que fornecer uma alternativa para introduzir liquidez nos países afetados. Ao diminuir os requisitos dos colaterais que os bancos comerciais tinham de dar em troca, o BCE impediu que a crise financeira se agravasse pois proporcionou liquidez onde esta era necessária.

O gráfico seguinte representa o montante de crédito-TARGET e o montante de ativos que os bancos alemães detêm nos GIIPS. Escolheu-se a Alemanha porque, a par da França, é o exemplo que permite visualizar melhor a relação entre a tendência dos níveis do IBC e os montantes dos balanços-TARGET. Pela análise do gráfico, é intuitiva a conclusão de que o TARGET foi de facto a alternativa utilizada pelo BCE. O ponto mais alto do IBC corresponde exatamente ao trimestre anterior à falência do Lehman Brothers e da decisão, de diminuir os colaterais, por parte do BCE. A partir desse momento, em que se teve a perceção da magnitude da crise financeira, os valores do IBC diminuíram; por sua vez, devido às políticas do BCE, os balanços-TARGET aumentaram consideravelmente. Logo, o capital obtido via TARGET veio substituir a fuga de capital que se verificou naquele mesmo período. É de salientar que ambas as tendências se alteram em meados de 2012, devido à injeção de confiança nos GIIPS resultante do testemunho de Mario Draghi.

Figura 11: Comparação entre o Balanço-TARGET e as International Bank Claims da Alemanha [milhares de milhão €]



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados fornecidos pelo Institute of *Empirical Economic Research*, da Universidade de *Osnabrück* e do *Bank for International Settlements* (BIS), recorrendo também às taxas de câmbio do BCE para efeitos de conversão.

A literatura vai de encontro ao exposto anteriormente já que Buiter et al. (2011a, 2011b, 2011c), Jobst et al. (2012), Merler e Pisani-Ferry (2012), Bornhorst e Mody (2012), Haran e Bailey (2012), Ulbrich e Lipponer (2012), Whelan (2012), Bindseil e König (2012), Cecchetti et al. (2012) e De Grauwe e Ji (2012) concluem que os desequilíbrios TARGET devem-se à fuga de capital privado dos países da periferia.

Se o BCE não tivesse intervindo era ainda mais provável um cenário de incumprimento, e a curto prazo. Se tivesse existido incumprimento de um dos países da periferia a dívida-TARGET seria inferior à do cenário anterior⁷, no entanto, há que ter em conta que a fuga de capital não teria ocorrido da mesma forma. A única razão que permitiu que os investidores se ausentassem dos países em dificuldades foram as políticas promovidas pelo BCE. Estas políticas substituíram a saída de capital privado por crédito proveniente dos bancos centrais. Se o BCE não tivesse enveredado por este caminho, a falta de liquidez poderia levar a um incumprimento numa fase em que o capital privado ainda não teria escoado dos GIIPS. Ora, em caso de incumprimento, quem sofreria as perdas seriam quem investiu nos GIIPS, nomeadamente os investidores alemães, que tinham em risco um montante bastante considerável de ativos.

⁷ Auer (2013) afirma que se a paragem súbita de entrada de capital privado nos GIIPS tivesse sido evitada, os balanços-TARGET continuariam a ser praticamente nulos tal como no período que decorreu até 2007.

Na verdade, as potenciais perdas seriam superiores às que ocorreriam devido aos balanços-TARGET. Isto porque as perdas da dívida-TARGET eram partilhadas por vários países, ao passo que as perdas relacionadas com o IBC era totalmente suportadas pelos investidores.

Por conseguinte, as políticas do BCE não expuseram as economias europeias mais fortes ao risco dos GIIPS, isso seria uma análise errónea. Afinal, num cenário de incumprimento, que foi evitado pelas políticas do BCE, quem acarretaria com as perdas não seriam os credores, mas sim os países *core*. Nesta situação, o risco que um investidor ou um banco alemão suportava a 100% foi dividido por toda a Europa, diminuindo significativamente a sua exposição ao risco de incumprimento. Cour-Thimann (2013) calcula que esse risco passaria a ser de 27%. As políticas do BCE, ao promover o financiamento através do TARGET, alcançaram dois objetivos distintos: Primeiro, permitiram uma alocação mais eficiente do crédito ao fornecer uma alternativa de financiamento aos GIIPS. Segundo, diminuiram o risco dos credores no caso de um eventual colapso da união monetária ao distribuírem o risco por todo o Eurosystema.

Concluindo, são injustas as acusações ao BCE acerca de uma possível dualidade de critérios. Aliás, poder-se-ia argumentar que os países credores foram os que beneficiaram mais com estas políticas, tendo em conta a situação atual das economias. Apesar de ter sido evitada um colapso das economias da periferia, estes países continuam numa crise profunda com bastantes implicações económicas e sociais. Por outro lado, aos antigos credores foi-lhes oferecida uma forma de resgatarem os seus investimentos e como tal, as perdas foram mínimas. No entanto, as críticas têm sido apenas apontadas ao BCE e aos GIIPS, não sendo contemplados os benefícios obtidos por países como a Alemanha. Contudo, após um estudo mais geral acerca das consequências e alternativas às políticas seguidas, entender-se-á que o BCE conseguiu implementar medidas que beneficiaram tanto os devedores como os credores, ou seja, o BCE implementou medidas que beneficiaram a união monetária como um todo.

4. O TARGET como mecanismo de ajustamento no contexto da crise financeira

Depois da análise do debate em volta dos balanços-TARGET, incluindo as críticas de que o sistema e o BCE foram alvo e as medidas propostas pela literatura, torna-se agora essencial estudar o papel do sistema TARGET na crise financeira que teve início em 2007. Neste capítulo defender-se-á a flexibilidade que o TARGET trouxe à zona euro e o quão determinante foi no contexto da crise, ao impedir, quiçá, a dissolução da união monetária.

4.1 Semelhanças entre o TARGET e as *Eurobonds*

Antes de mais, é necessário relembrar a causa do surgimento dos elevados valores verificados nos balanços-TARGET, que foi identificada no capítulo anterior. A fuga de capital privado dos países da periferia foi, segundo a literatura, a razão do aumento das disparidades existentes nos balanços-TARGET, visto que os países encontraram no sistema TARGET uma forma alternativa para obter financiamento, que se tornava escasso. A causa da fuga de capital também já foi explicada, tratou-se da falta de confiança nas economias dos GIIPS e do consequente *flight to safety*.

Uma forma de quebrar a relação entre fuga de capital e o *flight to safety* seria a emissão de Eurobonds. Desta forma, caso alguma das economias europeias ditas mais fracas estivesse em dificuldades, seria possível assegurar-lhe um fluxo de crédito sem prejudicar os investidores. De momento, os investidores avessos ao risco compram títulos das economias *core* à custa de um desinvestimento nos GIIPS, o que deixaria de acontecer com a emissão de Eurobonds. As Eurobonds tornam mais fácil que os investidores canalizem as suas poupanças para ativos mais seguros sem que isso afete a distribuição eficiente do crédito na zona euro, pois este continuaria a fluir para onde fosse mais necessário. Assim, seria expectável uma diminuição da pressão que existiu sobre o sistema financeiro europeu desde 2007, resultante do clima de desconfiança, e que tornou difícil para os GIIPS obter financiamento.

De fato, pode-se dizer que o sistema TARGET partilha diversas características com as Eurobonds descritas em cima, sendo esta comparação enfatizada por Lane (2013), Sinn e Wollmershäuser (2012a) e Homburg (2012). Em ambos os casos pode

existir uma movimentação de recursos para a periferia, que poderiam ser usados para adquirir bens e serviços das economias do núcleo, e, no caso de incumprimento de um país, as perdas seriam partilhadas. Ou seja, o risco é partilhado por toda a união monetária, o que proporciona mais garantias aos investidores do que um título associado a uma economia europeia forte. Homburg (2012) vai mais longe e chega a considerar que as Eurobonds são economicamente idênticas ao sistema TARGET, logo, a resistência à sua aplicação não faz sentido na medida em que o risco moral, que é a razão mais invocada para argumentar contra as Eurobonds, já existir, segundo o autor, no financiamento através do sistema TARGET.

4.2 Qual o risco numa união monetária coesa?

Sinn e Wollmershäuser (2012b) argumentou que a única forma dos balanços-TARGET diminuírem após a crise seria com a introdução de um crédito de origem pública que substituísse o TARGET ou através de garantias aos investidores privados. O segundo fator foi, de fato, a causa da diminuição, que se verifica atualmente, dos balanços-TARGET. O discurso de Mario Draghi veio reforçar a confiança dos agentes económicos na união monetária europeia. A razão pela qual esta injeção de confiança foi tão decisiva prende-se com as razões que poderiam transformar os balanços-TARGET em perdas para os países do Eurossistema. Tal como foi mencionado na secção 1.5, existem essencialmente dois fatores que poderiam levar a esta situação:

O primeiro caso relaciona-se com a falta de colateral de qualidade para colmatar a dívida que um banco comercial poderia ter contraído face ao seu banco central. No entanto, tal como explorado ao longo de todo o capítulo 3, o BCE tomou medidas no decorrer da crise financeira que foram cruciais para que este cenário nunca ocorresse e para que o crédito continuasse a ser acessível às instituições financeiras dos países em dificuldades.

O segundo caso seria o eventual abandono de um país da zona euro. Esse abandono poderia ser da parte de um país que estivesse a atravessar maiores dificuldades, sendo que a sua dívida-TARGET teria de ser suportada pelos restantes países do Eurossistema; ou poderia ser da parte de um país com um crédito-TARGET, sucedendo nesse caso uma situação em que o país que abandonaria a união monetária é que iria suportar as perdas. Uma saída da união monetária abriria um precedente que

poderia até causar alguma instabilidade na zona euro e trazer desconfiança aos investidores. Mesmo no caso de abandono, os balanços-TARGET de cada país individualmente não constituiriam um risco, a não ser para o caso do país que abandonasse o sistema e apenas se tivesse um balanço-TARGET positivo ou no caso de todo o sistema colapsar. Para os restantes países presentes da união monetária, a quota de capital no BCE continuaria a ser a característica que definiria a partilha das perdas.

Pode-se então concluir que o risco dos balanços-TARGET não existe em determinadas condições, como por exemplo, em que a dissolução da zona euro não seja um problema. Cour-Thimann (2013) considera que as disparidades nos balanços-TARGET não representam qualquer risco numa União Monetária coesa, sendo que apenas existe um risco financeiro se a integridade da zona euro for posta em causa. Sendo que as medidas do BCE protegeram os balanços face ao risco da falta de colateral, visto que se comprometeram a preservar o Euro, o único risco associado aos balanços-TARGET existiria apenas num caso de um abandono da parte de um país. Mesmo que a falta de qualidade dos colaterais fosse um problema, Auer (2013) considera que se resolveria o problema com uma homogeneização da política de colaterais entre os bancos centrais, políticas de longo prazo que garantissem a qualidade do colateral e a criação de um supervisor bancário com o objetivo de evitar um novo surgimento de desequilíbrios relacionados com o TARGET no futuro.

4.3 O TARGET introduziu flexibilidade num sistema rígido

Os balanços-TARGET podem até ter ajudado a economia europeia ao permitir alguma flexibilização. Na zona euro a política monetária é realizada pelo BCE para todo o sistema, sendo considerada uma política “*One size fits all*”, e a política orçamental tem várias restrições sendo a sua utilidade bastante limitada pelos países da periferia. O sistema TARGET pode então ter atenuado o efeito da crise europeia nas economias da periferia ao introduzir um mecanismo para complementar as necessidades de liquidez dos GIIPS no contexto da crise.

Segundo Auer (2013), as crises na Grécia e Itália teriam sido muito piores caso a paragem súbita de capital privado se traduzisse numa impossibilidade de obtenção de liquidez; o que seria um facto se existissem restrições ao montante dos balanços-TARGET. Estas restrições eram defendidas por autores que consideravam que

restrições ao sistema TARGET durante a crise financeira eram necessárias de forma a impedir os GIIPS de se “aproveitarem” de uma fonte de crédito mais barata que o mercado. No entanto, não foram aplicadas, sendo que algumas das restrições propostas foram excluídas à medida que o debate foi avançando. Por exemplo, Sinn (2011) propôs garantias através de títulos ou bilhetes do tesouro convertíveis em ouro de forma a diminuir as potenciais perdas numa situação de incumprimento, Sinn (2012b) sugeriu uma compensação baseada em direitos a receitas fiscais futuras e Schlesinger (2012) apontou como solução a remuneração dos balanços-TARGET através de um prémio de juro superior à taxa principal de refinanciamento do BCE, de forma a criar desincentivos à acumulação de dívida-TARGET. Foram consideradas inaplicáveis por Sinn e Wollmershäuser (2012a) e Cour-Thimann (2013) devido às implicações custosas que teria nas economias da periferia.

Ultrapassando-se a questão do risco, pode-se concluir que o TARGET possibilitou a transferência de crédito para os países afetados pela crise antes até dos planos de resgate oficiais entrarem em vigor. Funcionou como um mecanismo de alocação eficiente do crédito, tendo providenciado fundos às economias dos GIIPS quando estas mais necessitavam. As restrições nos balanços-TARGET, tanto defendidas por diversos autores, poderiam impedir essa distribuição do crédito dentro do Eurossistema se, por exemplo, o BCE não tivesse tornado o crédito via TARGET acessível à periferia, ao diminuir os requisitos para o colateral exigido, um banco central poderia ficar sem ativos que cumprissem os requisitos para obter liquidez do BCE.

4.4 Qual o impacto de restrições ao TARGET na economia europeia?

No caso de os balanços-TARGET serem limitados por um teto máximo, as consequências seriam mais graves do que simplesmente o fim de uma fonte de financiamento, pois tal resultaria num país cujos cidadãos não pudessem transferir dinheiro para outros países da zona euro. Esta situação poderia acontecer inclusive na ausência de uma crise; Jobst (2011) argumenta que, se todos os balanços do Eurossistema fossem saldados anualmente (tal como acontece com as ISA), o Bundesbank teria de ter pago 80 mil milhões de euros em 2006, o que equivale à totalidade das suas reservas de ouro e reservas de divisas estrangeiras (81 mil milhões de euros à data). Assim, a Alemanha ficaria isolada do resto da Europa porque não

possuía reservas que lhe permitissem ter um saldo negativo nos balanços-TARGET, dada à obrigatoriedade de saldar esse valor.

É intuitivo que tal situação não poderia acontecer dentro da união monetária. Foi por isso que Auer (2013) considerou que as propostas de limitação dos balanços-TARGET vão contra um dos objetivos principais de uma união monetária que é a livre circulação de capitais. Argumenta também que numa união monetária é necessário permitir a acumulação de balanços relativos ao sistema de pagamentos de forma a garantir a livre circulação de capital.

Mais importante ainda é lembrar o verdadeiro papel de um sistema de pagamentos: a manutenção da paridade da moeda em toda a união monetária. Ora, no caso de a Alemanha ficar economicamente isolada do resto da zona euro, poder-se-ia considerar que tinha efetivamente abandonado o euro. Wolf (2013) argumenta que a característica mais importante de uma união monetária é a possibilidade de se mover dinheiro sem quaisquer restrições entre dois quaisquer bancos da área abrangida pela união. Uma restrição dessa movimentação, através de restrições ao TARGET, tornariam o valor de um euro existente no banco alemão significativamente inferior ao valor de um euro em qualquer outro banco da zona euro. Assim, além de evitar uma crise de ainda maiores proporções e consequentemente ter impedido um colapso do Eurossistema, o TARGET funcionou tal como deveria ter funcionado ao assegurar a paridade do euro em todos os países da união monetária, inclusive durante o período de uma crise tão profunda.

No entanto, de forma a se considerar que o TARGET teve um papel estabilizador da economia, é necessário que se convirja para um equilíbrio após a crise e não para um desequilíbrio cada vez maior. Auer (2013) menciona as implicações de uma redução forçada dos balanços-TARGET, algo com consequências semelhantes à liquidação obrigatória imposta às ISA, nomeadamente o custo para as economias europeias mais frágeis. Uma das conclusões de Auer (2012) é de que os desequilíbrios no TARGET não iriam crescer infinitamente porque os desequilíbrios nas contas correntes estão a diminuir rapidamente. A tendência descendente dos balanços-TARGET continua atualmente, reforçando o carácter temporário do papel que este sistema teve no decorrer da crise financeira. Referia ainda que se o período se fosse um

bom indicador de como a economia iria ser após a crise, poder-se-ia concluir que os balanços-TARGET diminuíssem assim que a confiança nos mercados financeiros fosse restaurada e os problemas da dívida soberana fossem resolvidos. Neste caso, a liquidez obtida via TARGET voltaria a ser mais cara que a obtida no mercado. Logo, o autor considera que não existe uma falha no sistema que levará a desequilíbrios sistemáticos como no sistema *Bretton Woods* (mencionado na secção 1.2),

Pode-se considerar então que o TARGET foi uma solução à altura da zona euro. Sendo que as alternativas prejudicariam tanto os GIIPS como os países *core*, tal como explicado no capítulo 3, o TARGET foi o instrumento ideal para se ultrapassar a crise, com o BCE a tomar as decisões de política necessárias para que todos os países tivessem acesso ao crédito e para que o TARGET deixasse de ser considerado um risco.

5. Conclusão

Apesar de muito criticado desde 2011, o TARGET tem sido um elemento fundamental ao longo da crise financeira, tendo assegurado uma alocação equilibrada do crédito dentro do Eurossistema. Apesar das comparações com a ISA, a sua contraparte americana, com o intuito de corrigir algumas supostas falhas, o TARGET mostrou-se uma solução bastante mais adequada à realidade europeia, tendo ficado claro nesta dissertação que a adopção de algumas características da ISA seriam contraproducentes.

Muito dificilmente se voltarão a verificar disparidades tão acentuadas nos balanços-TARGET. Isto, mais uma vez, deve-se à razão que deu origem aos balanços verificados, a fuga de capital, e que por sua vez foi causada pela falta de confiança que os investidores tinham nos GIIPS. Além disso, as disparidades só foram possíveis devido às políticas do BCE que permitiram a acumulação dos saldos dos balanços-TARGET, uma solução que beneficiou a união monetária como um todo.

Ora, apesar da fuga de capital verificada, aliada à crise de maior dimensão desde que a zona euro teve início, o Eurossistema resistiu sem perder qualquer dos seus estados membros e sem abdicar de nenhum dos seus princípios. O TARGET mostrou-se como uma alternativa consistente e eficaz, transmitindo a segurança agora depositada no seu sistema para a união como um todo. Assim, na eventualidade de uma nova crise financeira, os investidores terão certamente mais confiança no Eurossistema visto que este ultrapassou a maior dificuldade a que foi submetido até agora. Também não haverá lugar para uma nova fuga de capital pois já não haverão motivos para se desconfiar do Eurossistema. Ficou provado que, para ultrapassar as adversidades experienciadas por alguns países, a zona euro comportou-se como uma verdadeira união monetária ao tirar proveito de um mecanismo que colmatou a falha na alocação de financiamento, resultante de um período de dificuldade, ao promover a ajuda e a interação de toda a união.

Concluindo, o TARGET como mecanismo de alocação de crédito durante a crise financeira foi um instrumento essencial na diminuição do impacto dessa mesma crise, um testemunho para os investidores de que a união monetária europeia é mais sólida do que o que era perceptível inicialmente, pois dispõe de alternativas que introduzem

flexibilidade num sistema em que a política monetária é controlada pelo BCE e a política orçamental, como instrumento de política, é bastante restrita. Portanto, foi possível, via TARGET, aliviar a pressão sobre os GIIPS e permitir que as relações comerciais e financeiras entre toda a união continuassem, criando condições para um maior crescimento da economia europeia no futuro.

Referências

Auer, R. A. (2012), “What Drives Target2 Balances? Evidence From a Panel Analysis”, Swiss National Bank Working Papers, Paper n° 16, http://www.snb.ch/de/mmr/papers/id/working_paper_2012_15 [acedido em 06/12 2013]

Auer, R. A. (2013), “What Drives Target2 Balances? Evidence from a Panel Analysis”, CESifo Working Paper Series, Paper n° 4216, https://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP/CESifoWPdetails?wp_id=19087801 [07/12/2013]

Bank for International Settlements (BIS), “Consolidated banking statistics”, Tabela 9B, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm> [acedido em 11/08/2014]

Bijlma, M. e Lukkezen, J. (2012), “Target 2 of the ECB vs. Interdistrict Settlement Account of the Federal Reserve”, <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/696-target-2-of-the-ecb-vs-interdistrict-settlement-account-of-the-federal-reserve> [acedido em 27/05/2014]

Bindseil, U. e P. König (2012), “TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis”, *Kredit und Kapital*, 45 (2), pp. 135-174.

Bornhorst, F. e Mody, A. (2012), “TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe”, *VoxEU.org*, <http://www.voxeu.org/article/Target-imbalances-financing-capital-account-reversal-europe> [acedido em 12/12/2013]

Buiter, W. H., Rahbari, E. e Michels, J. (2011a), “The implications of intra-Eurozone imbalances in credit flows”, *CEPR Policy Insight*, 57.

Buiter, W. H., Rahbari, E. e Michels, J. (2011b), “TARGETing the wrong villain: TARGET2 and intra-Eurosystem Imbalances in credit flows”, *Citi Global Economics View*, 9 de junho.

Buiter, W. H., Rahbari, E. e Michels, J. (2011c), “TARGETing the wrong villain: a reply”, *Citi Global Economics View*, 5 de julho.

Cecchetti, S., R. McCauley e P. McGuire (2012), “Interpreting TARGET2 Balances”, *BIS Working Papers*, Paper n° 393, <http://www.bis.org/publ/work393.htm> [acedido em 06/12/2013]

Cour-Thimann, P. (2013), “Target Balances and the Crisis in the Euro Area”, CESifo Forum, Vol. 14, Edição Especial de abril de 2013, pp. 5-50.

De Grauwe, P. e Ji, Y. (2012), “What Germany should fear most is its own fear: An analysis of Target2 and current account imbalances”, CEPS Working Documents, nº 368, <http://www.ceps.be/book/what-germany-should-fear-most-its-own-fear-analysis-Target2-and-current-account-imbances> [acedido em 09/12/2013]

De Grauwe, P. e Ji, Y. (2013), “The fragility of two monetary regimes: The European Monetary System and the Eurozone”, National Bank of Belgium, Working Paper nº243.

Fahrholz, C. e Freytag, A. (2012), “Will TARGET2-Balances be Reduced again after the End of the Crisis?”, Global Financial Markets Working Paper Series, Paper nº30.

Garber, P. M. (1999), “The Target mechanism: will it propagate or stifle a stage III crisis?” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 51, pp.195–220.

Garber, P. M. (2010), “The mechanics of intra Euro capital flight”, Deutsche Bank Economics Special Report, 10 de dezembro.

Haran, P. e Bailey, S. (2012) “Analysis of Recent Monetary Operations & TARGET2 Developments”, Quarterly Bulletin Articles 03/July 12, Banco Central da Irlanda, pp. 115-132.

Homburg, S. (2012), “Notes on the TARGET2 dispute”, CESifoForum, Vol. 13, Edição Especial nº2 de janeiro de 2012.

Jobst, C., Handig, M. e Holzfeind, R. (2012), “Reference to Understanding TARGET 2: The Eurosystem’s Euro Payment System from an Economic and Balance Sheet Perspective”, Austrian National Bank Monetary Policy & the Economy, 1.

Koning, J. (2012), “The idiot’s Guide to the Federal Reserve Interdistrict Settlement Account”, <http://jpkoning.blogspot.ca/2012/02/idiots-guide-to-federal-reserve.html> [acedido em 4/02/2014]

Koning, J. (2014), "Financial Plumbing: Europe and the Fed's Interdistrict Settlement Account", <http://jpkoning.blogspot.ca/2014/05/financial-plumbing-europe-and-feds.html> [acedido em 13/06/2014]

Lane, P. R. (2013), "Capital Flows in the Euro Area", Economic Papers of European Commission, Paper n° 497, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/ecp497_en.htm [acedido em 06/12/2013].

Merler, S. e Pisani-Ferry, J. (2012). "Sudden Stops in the Euro Area" Brugel Policy Contribution, Paper n° 718.

Münchau, W. (2012), "The Bundesbank has no right at all to be baffled", Edição Online do Financial Times, publicado a 4 de março de 2012, <http://on.ft.com/AphAqY>

Obstfeld, M. e Rogoff, K. (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity*, 36(1), pp. 67-146.

Pisani-ferry, J., Sapir, A. e Wolff, G. (2013), "EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment", *Bruegel Blueprint Series*, Vol. XIX.

Potrafke, N. e Reischmann, M. (2013), "Explosive Target Balances", *CESifo Working Paper Series*, Paper n° 4297, https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp4297.pdf [acedido em 06/12/2013]

Schlesinger, H. (2012), "The Balance of Payments Tells Us the Truth", *CESifo Forum*, Vol. 13, Edição Especial de janeiro de 2012, pp. 11-13.

Sinn, H.-W. (2011), "Target Loans, Current Account Balances and the ECB's Rescue Facility", *Lunchtime Seminar*, IFO Institute, a 28 de junho de 2011.

Sinn, H.-W. (2011), "The ECB's Stealth Bailout", *VoxEU.org*, <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout> [acedido em 14/12/2013]

Sinn, H.-W. (2012), "Target Losses in Case of a Euro Break-up", *CESifo Working Paper Series*, Paper n° 3968, https://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP/CESifoWPdetails?wp_id=19069660 [acedido em 06/12/2013]

Sinn, H.-W. (2013), "Europe in Crisis", European Future Lectures Series Pro Flandria, em Bruxelas, a 28 de março de 2013.

Sinn, H.-W. e Wollmershäuser, T. (2012a), "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility", *International Tax and Public Finance*, 19(4), pp. 468-508.

Sinn, H.-W. e Wollmershäuser, T. (2012b), "Target Balances and the German Financial Account in Light of the European Balance-of-Payments Crisis", CESifo Working Paper Series, Paper nº 4051, https://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP/CESifoWPdetails?wp_id=19072966 [acedido em 07/12/ 2013]

Ulbrich, J. e Lipponer, A. (2012), "Balances in the Target2 Payments System – A Problem?", *CESifoForum*, Vol. 13, Edição Especial nº2 de janeiro de 2012, pp.73-76.

Westermann, F. (2014), "TARGET2 and Central Bank Balance Sheets: Discussion", *Economic Policy*, 29(77).

Whelan, K. (2011), "Professor Sinn Misses the Target", IIEA Blog, <http://www.iiea.com/blogosphere/professor-sinn-misses-the-Target> [acedido em 06/12 /2013]

Whelan, K. (2012), "Target2 and the Euro Crisis", Apresentação na Conferência do Centre for Central Banking Studies, Banco de Inglaterra, 26 de junho de 2012.

Wolf, G. (2013), "Capital controls in Cyprus: the end of Target2?", <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1054-capital-controls-in-cyprus-the-end-of-target2/> [acedido a 27/05/2014]

Wolman, A. (2013), "Federal Reserve Interdistrict Settlement", *Economic Quarterly*, 99(2), pp. 117-141.