



European Safe Bonds (ESBies)

Ricardo Reis

London School of Economics

*Baseado em trabalho com Markus Brunnermeier, Sam Langfield,
Marco Pagano, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos*

Os dois desafios

1. **Trans-fronteiriça** fuga para a segurança
 - Distribuição assimétrica, falta bem seguro não geográfico



- Valor da dívida alemã
- Valor da dívida portuguesa

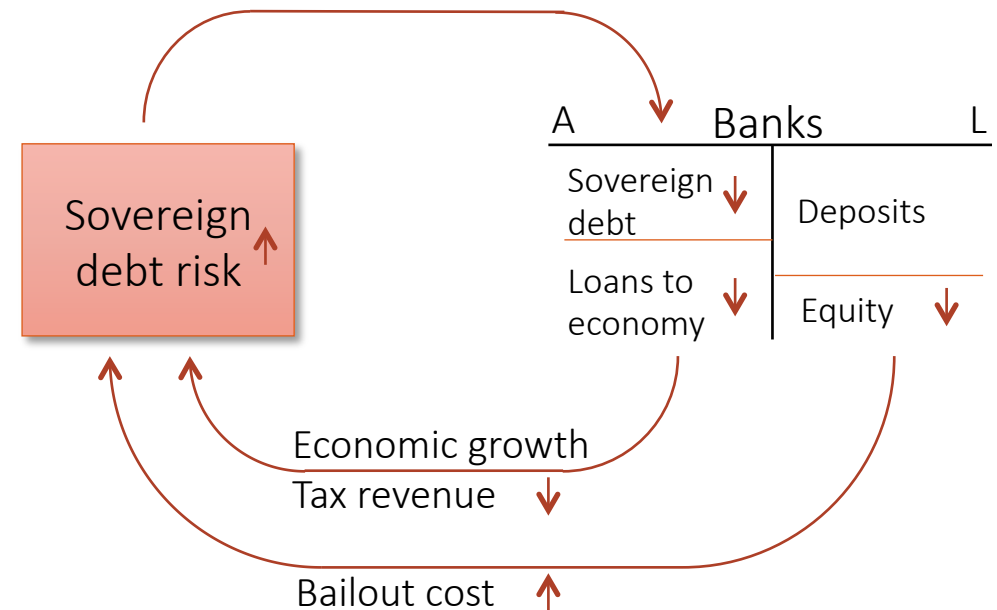
Os dois desafios

1. **Trans-fronteiriça** fuga para a segurança
 - Distribuição assimétrica, falta bem seguro não geográfico



- Valor da dívida alemã
- Valor da dívida portuguesa

2. **O ciclo diabólico** entre risco soberano e bancário



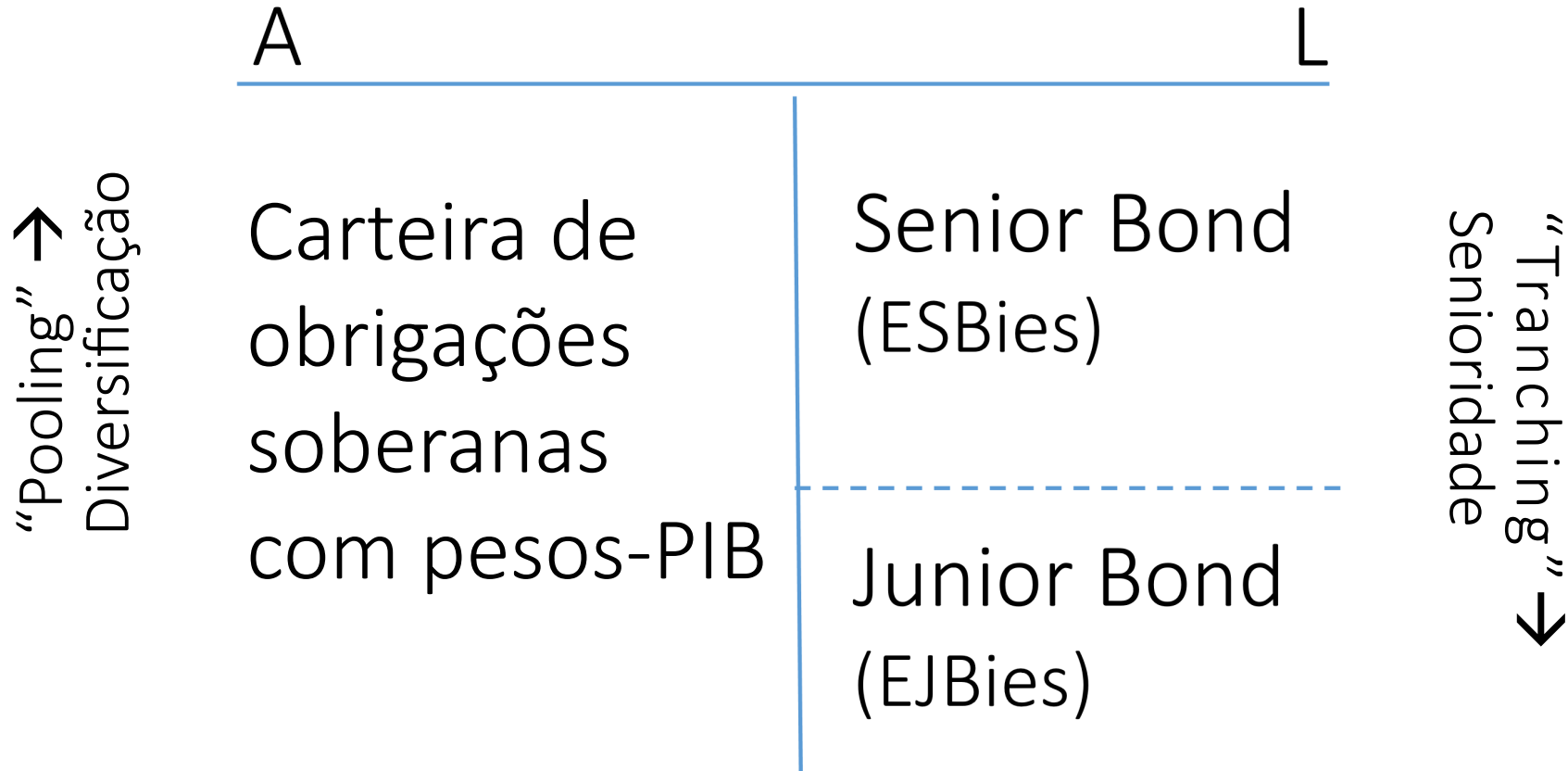
- Os bancos precisam de um activo seguro

|| Obrigação segura: os requisitos

- Simetricamente distribuído pelos países, grande oferta
- Alternativa à dívida soberana: AAA, líquido (como Bund)
- Nenhuma responsabilidade conjunta e solidária, sem descartar possibilidade de reestruturação da dívida pública
- Nenhuma alteração do Tratado da UE
- Transição sem demasiados sobressaltos



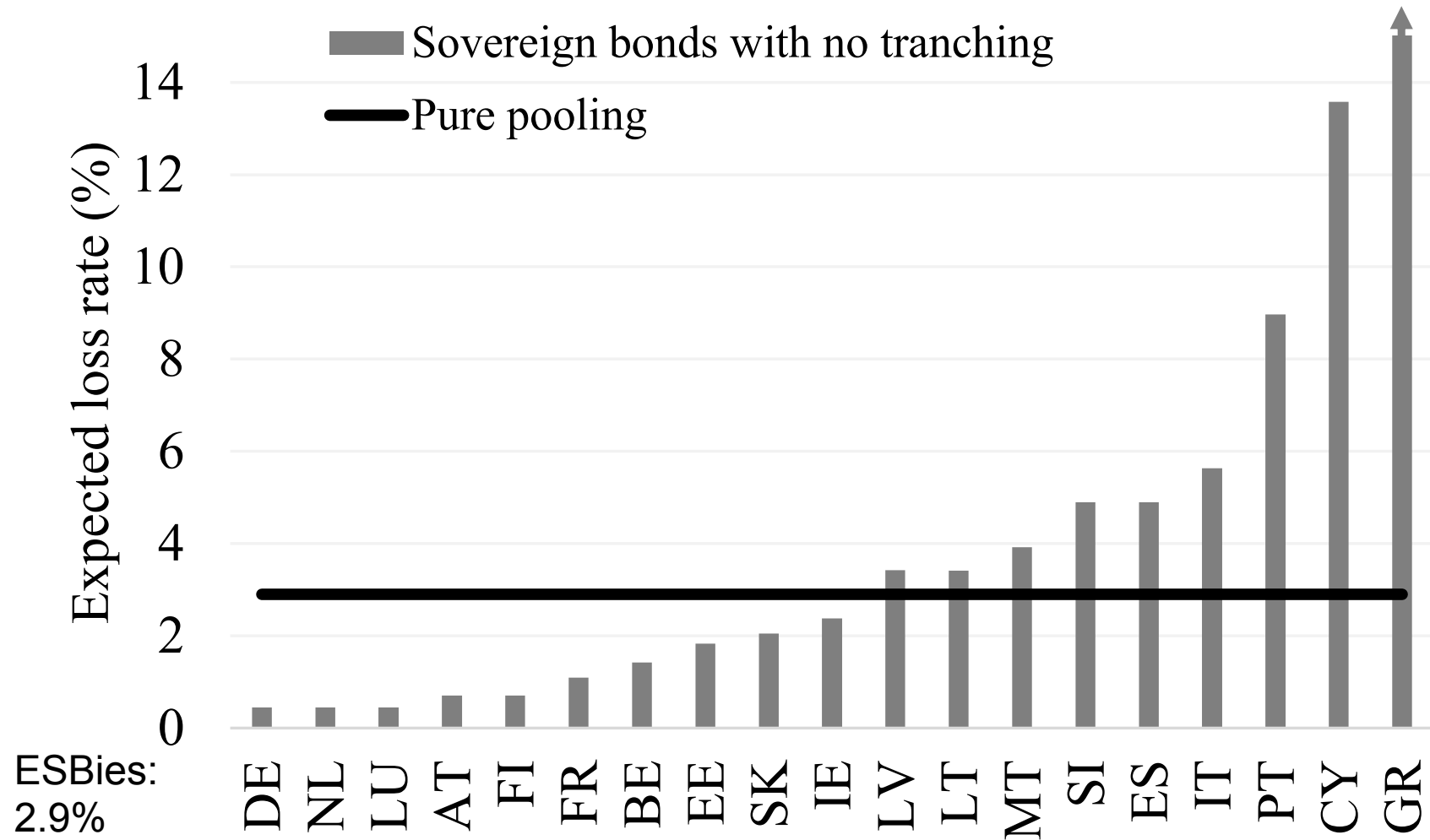
European Safe Bonds (ESBies)



Proposto por Euronomics (2011):

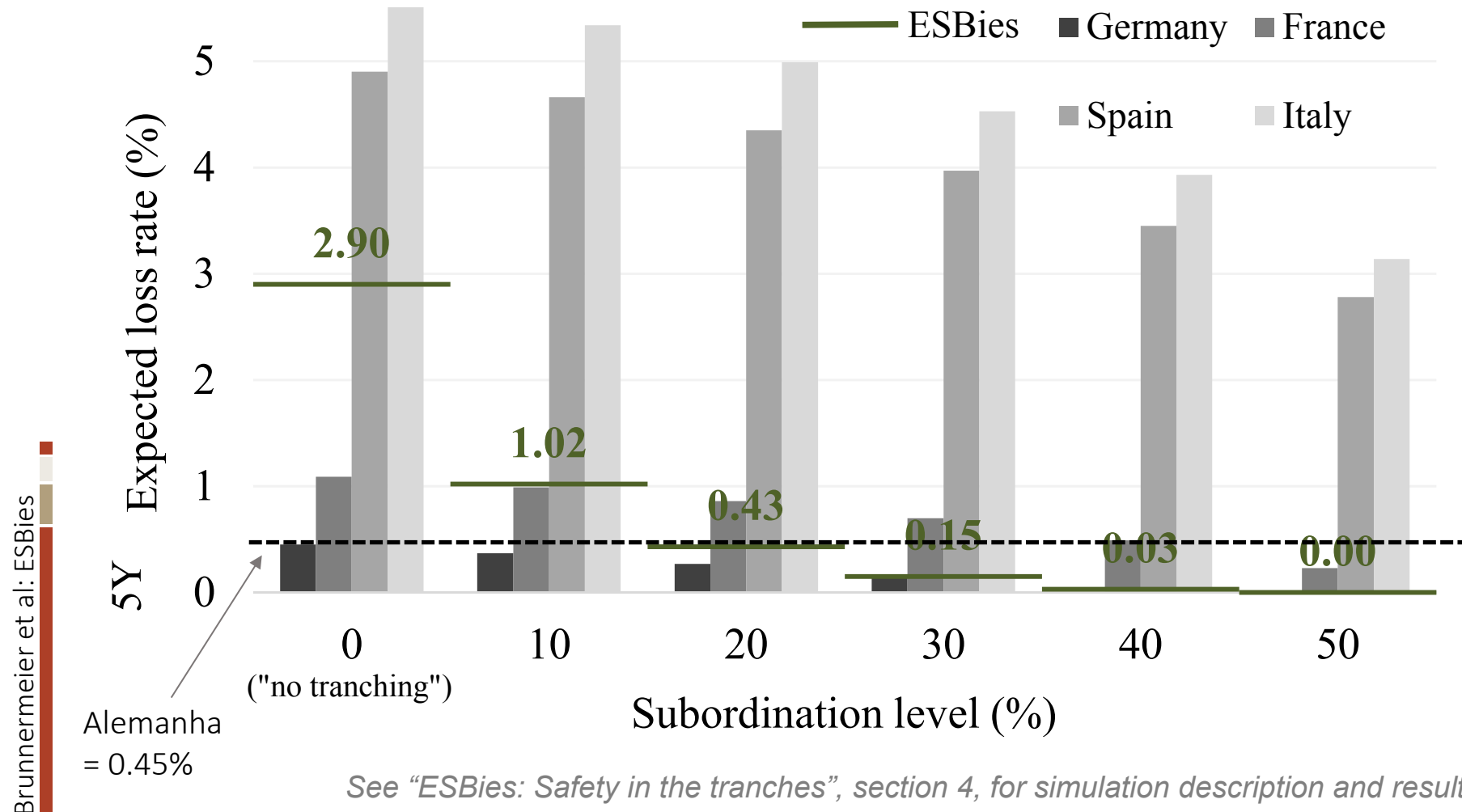
|| Diversificação: não chega

Figure 4: Untrancheted bonds' five-year expected loss rates

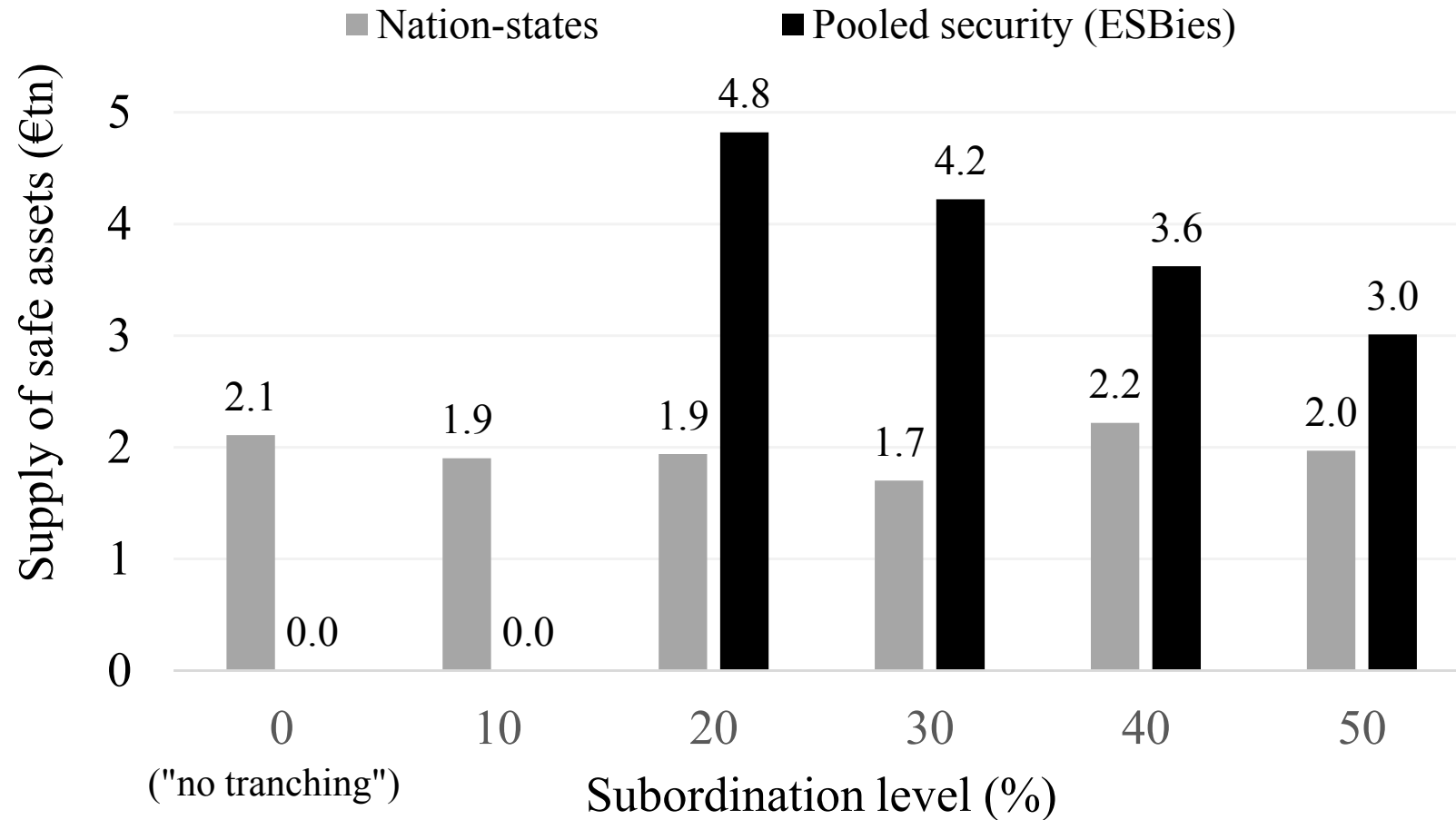


ESBies com 20% são mais seguros do que Bunds

Figure 5: Senior tranches' five-year expected loss rates by subordination level

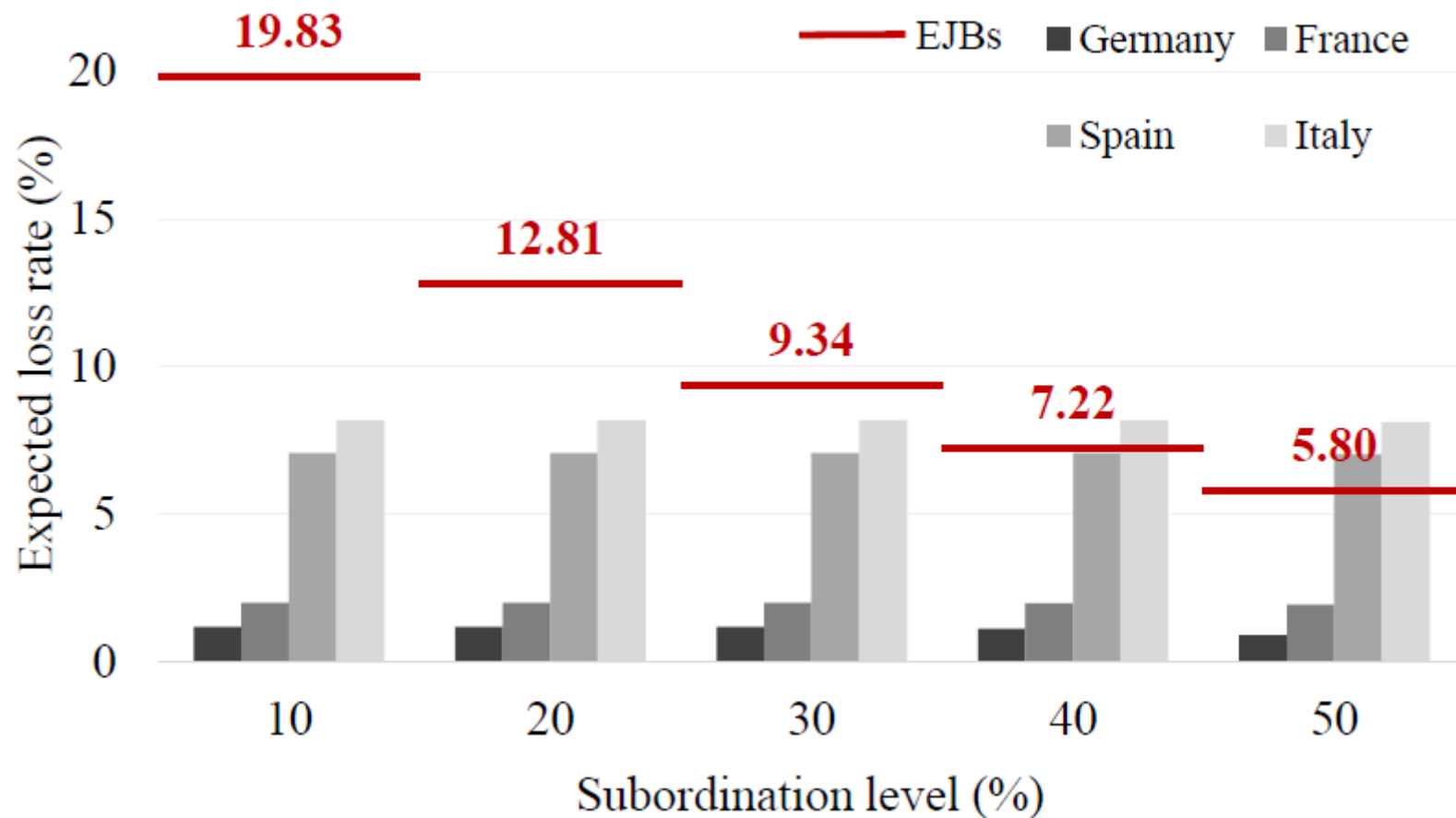


ESBies duplica oferta de activos seguros



European JUNIOR Bond

- Carteira soberana com alavancagem implícita.
- EJBs-30% têm 9,3% e volume 1,8 tr. Chipre+Grécia+Itália +Portugal têm 9.3% e 2,7tr de volume.



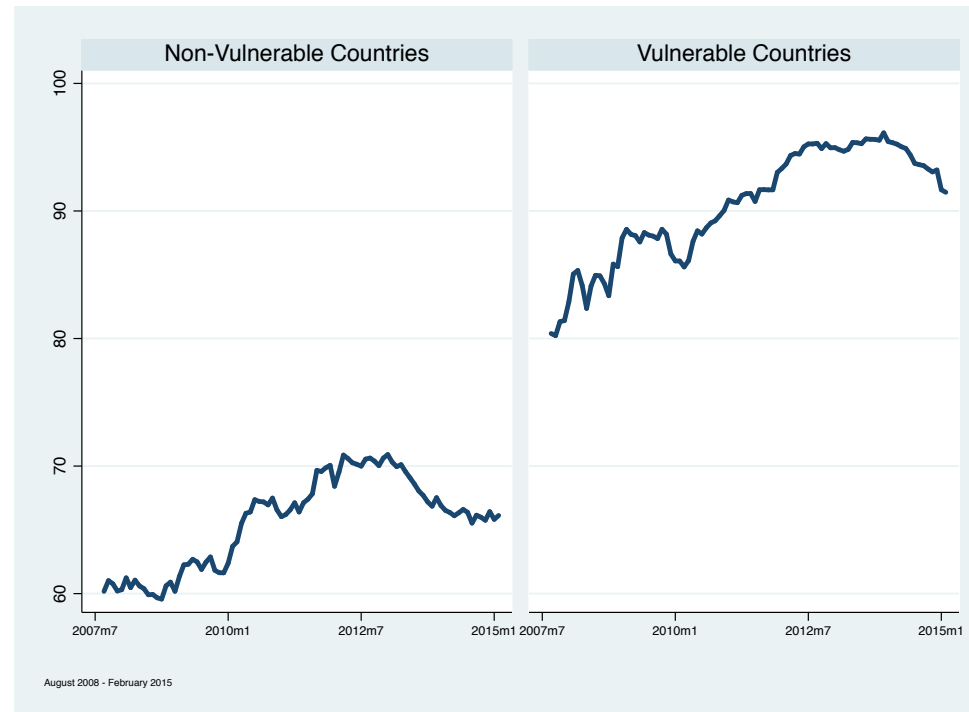
||| Mas as correlações vão mudar

- Securitização normalmente só transfere risco.
- Mas ESBies reduzem risco do sistema.
- Bancos menos expostos ao risco do seu soberano e vice versa → “ciclo diabólico” menos provável.
- Diversificação por si não chega: cria contágio, arriscado se capital próprio dos bancos estiver baixo.
- Senioridade dos ESBies evita contágio.

Jogo
soma
positiva

|| Obrigações soberanas na zona euro

Figure 1: Mean of banks' domestic sovereign bond holdings as a percentage of their total

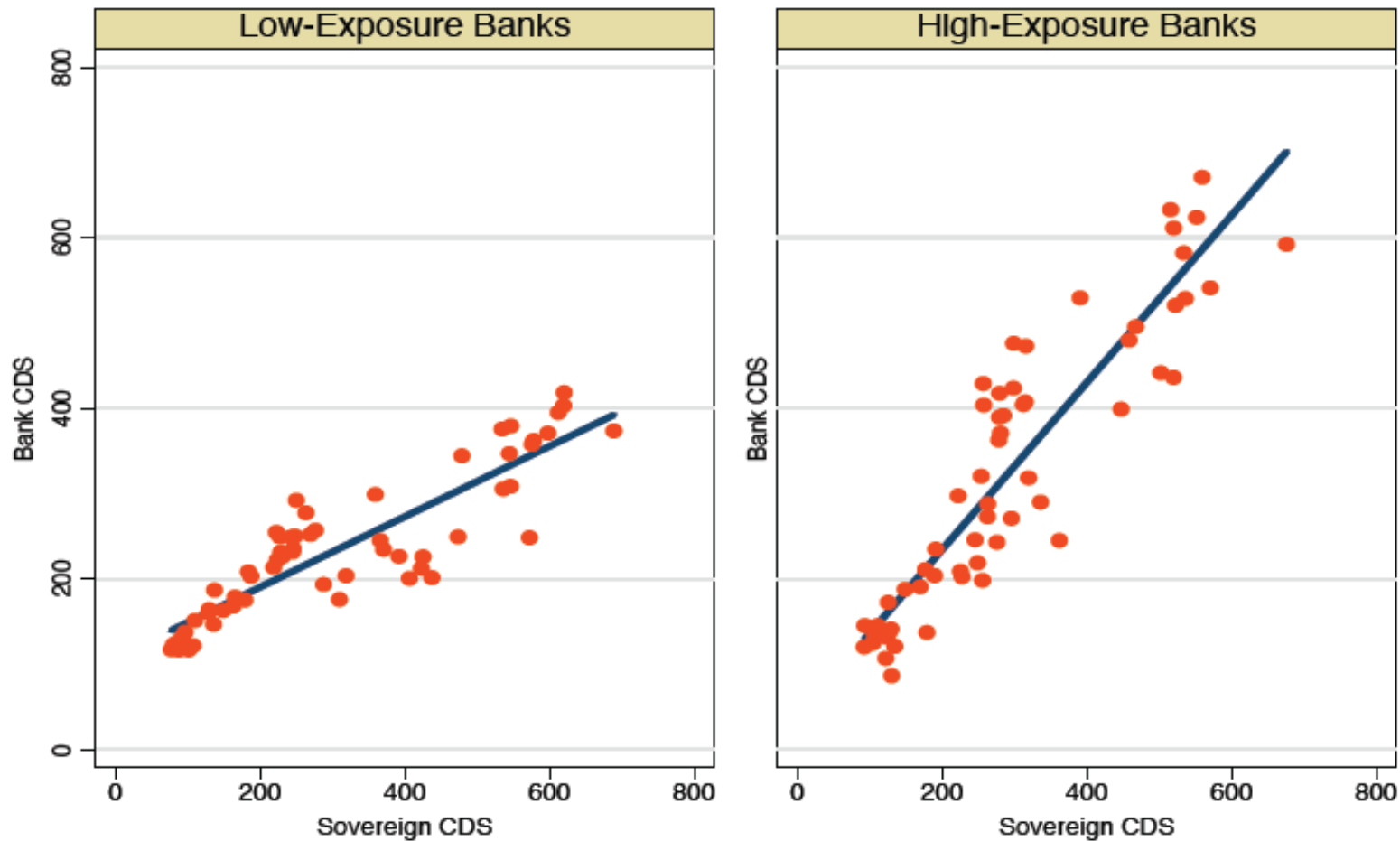


Note: Figure plots the mean of euro area banks' holdings of their own sovereign's debt as a proportion of their total sovereign debt holdings. Euro area banks are divided into two subsamples: those resident in "non-vulnerable" countries (i.e. Austria, Belgium, Germany, Estonia, Finland, France, Luxembourg, Malta, Netherlands) and those in "vulnerable" countries (i.e. Spain, Ireland, Italy, Portugal, Cyprus, Slovenia, Greece). Source: ECB; [Altavilla et al. \(2016\)](#).

Source: Altavilla, Pagano, Simonelli (2015)

|| CDS bancos vs. CDS soberanos

Vulnerable euro-area countries



III 3. Implementação

- Reforma da regulação bancária
 - Risk-weights nos EJBs e, sobretudo na dívida soberana
 - ESBies são seguros, risco zero
 - Pesos de risco nos EJBs baseados no “look-through principle”
⇒ não há arbitragem regulatória
- Coordenação de padrões
 - ESBies’ Handbook
 - Pesos na carteira e ponto de subordinação comuns, estáveis
 - Ajuste dos pesos: “problema do Báltico”, “problema de liquidez”
- Quem emite?
 - Pode ser público ou privado
 - Minimizar risco de contraparte: licenciamento, SPV, jurisdições de confiança.

III 3. Implementação

- Coordenação das emissões de dívida
 - Incentivo grande para coordenar
 - Risco de armazenagem
 - Securitizações “to be announced”
 - Características das obrigações (indexação, etc)
 - Maturidades
 - “time tranching”

- Governação em caso de reestruturação
 - “Look through principle” nos direitos de voto

- ECB política de colateral

3. Transição

- Primeira fase: experimentação
- Segunda fase: leilão de swap, big bang.
- Terceira fase: transição para novo regime regulatório com períodos de carência
- Banco Central Europeu: política de colateral

Conclusão

1. Fuga para a segurança trans-fronteiriça
 - Activo para a UE é preciso
 2. Ciclo diabólico
 - Activo seguro não ligado ao soberano é preciso
- ESBies: pooling e tranching
 - Pooling: benefício de diversificação e custo de contágio
 - Tranching é importante
 - Ponto óptimo de tranching: 30%. Muito seguro, duplica oferta
 - EJBies menos arriscados --- alavancados implicitamente
 - Implementação: standardização, transição, ...