

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
CAMPUS DE MARÍLIA
FACULDADE DE FILOSOFIA E CIÊNCIAS**

MARCELO BALLOTI MONTEIRO

**A INTEGRAÇÃO EUROPEIA DIANTE DAS CRISES FINANCEIRAS
DO INÍCIO DO SÉCULO XXI**

**Marília
2021**

UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
CAMPUS DE MARÍLIA
FACULDADE DE FILOSOFIA E CIÊNCIAS

MARCELO BALLOTI MONTEIRO

**A INTEGRAÇÃO EUROPEIA DIANTE DAS CRISES FINANCEIRAS
DO INÍCIO DO SÉCULO XXI**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais da Faculdade de Filosofia e Ciências da Universidade Estadual Paulista (UNESP) – Campus Marília, como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências Sociais.

Orientador: Professor Doutor Luis Antônio Paulino.

**Marília
2021**

FICHA CATALOGRÁFICA

M775i	<p>Monteiro, Marcelo Balloti</p> <p>A integração europeia diante das crises financeiras do início do século XXI / Marcelo Balloti Monteiro. -- Marília, 2021</p> <p>204 p.</p> <p>Tese (doutorado) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Filosofia e Ciências, Marília</p> <p>Orientador: Luis Antônio Paulino</p> <p>1. Integração Europeia. 2. Zona do Euro. 3. Crises Financeiras. I. Título.</p>
-------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Sistema de geração automática de fichas catalográficas da Unesp. Biblioteca da Faculdade de Filosofia e Ciências, Marília. Dados fornecidos pelo autor(a).

Essa ficha não pode ser modificada.

MARCELO BALLOTI MONTEIRO

**A INTEGRAÇÃO EUROPEIA DIANTE DAS CRISES FINANCEIRAS
DO INÍCIO DO SÉCULO XXI**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais da Faculdade de Filosofia e Ciências da Universidade Estadual Paulista (UNESP) – Campus Marília, como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências Sociais.

Orientador: Professor Doutor Luis Antônio Paulino.

BANCA EXAMINADORA

Presidente e Orientador

Professor Doutor Luis Antônio Paulino – UNESP Marília
2º examinador

Professor Doutor Marcos Cordeiro Pires – UNESP Marília
3º examinador

Professor Doutor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho – PUC (SP)
4º examinador

Professor Doutor Giuliano Contento de Oliveira – Unicamp
5ª examinadora

Professora Doutora Patrícia Helena Fernandes Cunha – UFABC

Marília, 05 de abril de 2021

AGRADECIMENTOS

Agradecer. Gratidão. Retribuição. Seriam estas as palavras que deveriam ser ditas a todos que de alguma maneira contribuíram para a realização deste Doutorado. Não me esqueço de ninguém nestes agradecimentos, apenas me limito, por questão de espaço, a citar alguns. Mas saibam que cada um, citado ou não, é especial.

O primeiro agradecimento vai ao meu orientador Professor Luis Antônio Paulino. Desde a minha primeira conversa com ele, antes mesmo do meu ingresso no programa, tive a certeza de que se conseguisse ser aprovado no processo seletivo, teria mãos amigas para me guiar. Paulino foi muito mais do que isto; além de transmitir seu conhecimento ímpar, me deu forças quando eu já tinha me convencido a desistir, nos primeiros meses da pandemia. A minha gratidão é eterna!

Obviamente que todos os professores com os quais tive o prazer de desfrutar das aulas e ensinamentos no Programa de Doutorado em Ciências Sociais da Unesp de Marília com menção especial ao Professor Marcos Cordeiro Pires. Não posso deixar jamais de agradecer ao Professor Carlos Eduardo de Carvalho que me orientou no Mestrado e participou da minha qualificação com excelentes contribuições que me ajudaram a terminar este trabalho.

Minha esposa Heloísa Helena e minha filha, minha razão de viver, Luísa, pela eterna paciência, companheirismo e apoio em todos os momentos conturbados deste processo, e não foram poucos. Vocês foram a base e a razão para que eu chegasse até aqui.

Aos meus pais que desde o início da minha vida me ensinaram o valor do estudo e o quanto uma boa educação é importante. À minha irmã que sempre me incentivou a trilhar o caminho da vida acadêmica. Aos demais familiares que também estiveram junto, apoiando cada um a sua maneira. Ao meu sobrinho Enzo que passou por um terrível problema de saúde e que está praticamente curado; indiretamente me ensinou que não se deve desistir jamais!

Aos amigos, aos professores que trabalham e trabalharam comigo, aos meus alunos, aos companheiros de trabalho. Todos sempre me incentivaram a prosseguir.

MONTEIRO, Marcelo Balloti. **A integração europeia diante das crises financeiras do início do século XXI**. Marília, 2021. Tese (Doutorado) – Programa de Pós Graduação em Ciências Sociais – Faculdade de Filosofia e Ciências, Universidade Estadual Paulista – UNESP, Marília, 2021.

RESUMO

A presente tese busca responder como as crises financeiras de 2008-2012 e, principalmente, crise de 2020, impactou no processo de integração europeia. A União Europeia não se encaixa na descrição de Área Monetária Ótima principalmente pela dificuldade de mobilidade de mão de obra entre os países quando há um choque negativo. O projeto de união dos países europeus visava acabar com o passado de guerras entre os países via integração econômica; o processo iniciou-se em 1951 com o estabelecimento da Comunidade Econômica do Carvão e do Aço. A cada crise, econômica ou política, optava-se por mais integração, culminando na União Monetária e a entrada em circulação da moeda única, o Euro, em 2002. Os choques adversos que a União Econômica e Monetária sofreu no começo do século XXI exigiram mudanças de postura das principais instituições econômicas do bloco, o Banco Central Europeu e a Comissão Europeia, além da mudança de mentalidade da Alemanha. Acresce-se que a cada crise, reformas estão sendo propostas com intuito de aprofundar o processo de integração, tornando-a mais funcional. A crise da dívida soberana exigiu que a União Europeia iniciasse o processo de união bancária, ainda não finalizado, que vem tornando o bloco menos suscetível a choques financeiros adversos. Já a crise econômica provocada pela pandemia do novo coronavírus fez com que a integração europeia avançasse no âmbito fiscal com o programa de €750 bilhões no qual €390 bilhões foi em formato de doação, mostrando maior solidariedade entre os participantes. A União Econômica e Monetária Europeia ainda é uma construção incompleta que a cada evento adverso intensifica o processo de integração.

Palavras-chave: Integração europeia. Zona do Euro. Crises Financeiras.

MONTEIRO, Marcelo Balloti. **European integration in the face of the financial crises of the beginning of the 21st century.** Marília, 2021. Thesis (Doutorate) – Program of Postgraduate studies in Social Sciences – Faculdade de Filosofia e Ciências, Universidade Estadual Paulista – UNESP, Marília, 2021.

ABSTRACT

This thesis seeks to answer how the financial crises of 2008-2012 and, mainly, the crisis of 2020, impacted the process of European integration. The European Union does not fit the description of the Optimal Monetary Area, mainly due to the difficulty of mobility of labor between countries when there is a negative shock. The project for the union of European countries aimed to end the past of wars between countries via economic integration; the process began in 1951 with the establishment of the Economic Community for Coal and Steel. With each crisis, economic or political, it was opted for more integration, culminating in the Monetary Union and the entry into circulation of the single currency, the Euro, in 2002. The adverse shocks that the Economic and Monetary Union suffered at the beginning of the 21st century required a change in the posture of the main economic institutions of the bloc, the European Central Bank and the European Commission, in addition to the change in mentality in Germany. In addition, with each crisis, reforms are being proposed in order to deepen the integration process, making it more functional. The sovereign debt crisis demanded that the European Union initiate the banking union process, which has not yet been finalized, which has made the bloc less susceptible to adverse financial shocks. The economic crisis caused by the pandemic of the new coronavirus made European integration advance in the fiscal sphere with the € 750 billion program in which € 390 billion was in the form of a donation, showing greater solidarity among the participants. The European Economic and Monetary Union is still an incomplete construction that at each adverse event intensifies the integration process.

Keywords: European integration. Eurozone. Financial Crisis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Etapas de Integração Econômica	18
Figura 2 – Custos e benefícios comparados	32
Figura 3 – Etapas da crise financeira de 2008	77
Figura 4 – Resgates feitos no final de 2008.....	82
Figura 5 – Ativos dos Bancos como proporção do PIB em 2010.....	90
Figura 6 – Política monetária convencional entre setembro de 2008 e dezembro de 2009	96
Figura 7 – Fluxo circular da renda	103
Figura 8 – Principais medidas tomadas no início da pandemia.....	120
Figura 9 – Síntese dos objetivos da emissão de um título comum.....	173

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. ASPECTOS TEÓRICOS DE UMA INTEGRAÇÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA	15
2.1 Integração econômica e monetária	18
2.2 Um tipo especial de integração monetária: as áreas monetárias ótimas (<i>optimum currency areas</i>)	23
2.3 Custos e benefícios em uma união monetária.....	30
3. INSTITUIÇÕES E HISTÓRIA DA UNIÃO EUROPEIA.....	34
3.1 As principais instituições da União Europeia	34
3.1.1 European Commission.....	35
3.1.2 The council of european union	37
3.1.3 The european parliament	40
3.2 Aspectos históricos da integração europeia.....	42
3.2.1 As origens da integração (1945-1957).....	43
3.2.2 Euroceticismo e proposta de união monetária (1958-1970).....	56
3.2.3 Da eurosclerosis ao single european act (sea): 1971-1986.....	61
3.2.4 O relatório Delors e o tratado da união europeia (1991)	66
3.2.5 Os caminhos para a moeda única e a Europa após a adoção do euro	71
4 O PRIMEIRO CHOQUE ECONÔMICO NA INTEGRAÇÃO EUROPEIA E O APROFUNDAMENTO DA UNIÃO	77
4.1 A crise do mercado hipotecário norte-americano	77
4.2 Da crise financeira norte-americana à crise na zona do euro	83
4.2.1 As razões para a crise na zona do euro	83
4.2.2 A zona do euro no limiar da sua crise.....	87
4.2.3 A crise da zona do euro	91

	10
4.3 A atuação das instituições europeias para manter a integração	93
5 A CRISE DA COVID-19	102
5.1 Aspectos gerais da crise financeira da covid-19.....	102
5.2 A pandemia na união europeia e o fortalecimento do bloco	104
5.3 As reações econômicas dentro da Europa	107
5.3.1 As reações dos países-membros	107
5.3.2 Aprofundando a integração: as medidas tomadas pelas instituições europeias.....	111
5.3.3 Impasses internos, contradições e o porquê da Alemanha mudar de atitude	126
5.4 O significado econômico das medidas adotadas.....	131
6 COMO FAZER A ZONA DO EURO MAIS FUNCIONAL.....	135
6.1 União bancária	135
6.1.1 Aspectos institucionais da economia bancária da União Europeia	138
6.1.2 O que a crise de 2008-2012 evidenciou.....	144
6.1.3 Os passos em direção a união bancária.....	148
6.2 Integração fiscal.....	155
6.2.1 Critérios de convergência de Maastricht, o pacto de estabilidade e crescimento e suas reformas	156
6.2.2 Críticas à arquitetura fiscal europeia	163
6.2.3 Projetos de governança para uma União Europeia mais funcional	166
CONSIDERAÇÕES FINAIS	177
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	182

1. INTRODUÇÃO

A integração econômica e monetária da Europa é uma construção *sui generis* na história: pela primeira vez, países independentes aboliram suas fronteiras de maneira voluntária em prol da construção de uma união supranacional. Alguns destes participantes foram ainda além e renunciaram, também de maneira voluntária, às suas moedas nacionais, em prol de uma moeda única, o Euro.

O projeto de união dos países europeus nasce da busca de acabar com um passado de guerras e conflitos que permearam a história do continente e culminou nas duas grandes guerras do século XX. Este objetivo ficou externado na formação da Comunidade Econômica do Carvão e do Aço em 1951, quando França e Alemanha, rivais históricos, outorgaram a uma autoridade supranacional, o controle das fontes de suprimento das principais matérias-primas de suas indústrias bélicas. A Declaração Schuman, de 9 de maio de 1950, na qual se propunha a criação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), é considerada o marco inicial da União Europeia.

As modestas pretensões iniciais cujos objetivos estavam atrelados muito mais à manutenção da paz deram lugar a um ambicioso projeto de integração econômica em 1957 no Tratado de Roma; naquele momento foi criada a Comunidade Econômica Europeia cujo objetivo era eliminar as fronteiras econômicas entre os seis países participantes.

As crises econômicas e políticas vivenciadas na década de 1960 contrastavam com o cenário benigno vivido na década anterior. Os sinais de esgotamento do sistema Bretton Woods, alicerce da economia mundial pós Segunda Guerra, aumentavam as turbulências vividas no continente europeu colocando em dúvida o projeto de união dos países. A partir desta crise, os europeus optaram por aprofundar a integração econômica do continente, com a proposta que uma união monetária ocorresse até o final da década de 1970.

Ainda na década de 1960, influenciados pelo projeto europeu, começou-se a teorizar sobre as Áreas Monetária Ótimas com o trabalho seminal de Mundell (1961) e de seus sucessores McKinnon (1963) e Kenen (1969). Estes estudos explicitavam quais critérios deveriam ser adotados para que a união entre regiões e/ou países fossem consideradas ótimas. Este pode ser considerado o referencial teórico que buscou balizar a construção da União Econômica e Monetária da Europa.

A década de 1970 ficou marcada pelo encerramento formal do acordo de Bretton Woods (1971) e a volta dos regimes de câmbio flutuante; soma-se a isto o primeiro choque do petróleo (1973) e temos os fatores que fizeram com que a meta de uma união monetária dentro do continente fosse temporariamente adiada. Novas crise fizeram com que a Europa optasse por mais integração. Em 1978 foi criado o Sistema Monetário Europeu que buscava minorar as flutuações das moedas europeias.

Ao longo da década de 1980 novos aprofundamentos no processo de integração ocorreram, como o *Single European Act* (1986) que estabelecia o calendário para a realização das medidas necessárias para aprofundar a integração do mercado interno europeu. Isto culminou no Tratado de Maastricht ou Tratado da União Europeia (1991) que deu origem à União Monetária Europeia. A entrada em circulação do Euro, a moeda única europeia, em 1º de janeiro de 2002 marca o ápice do projeto de integração econômica europeia.

Após a euforia inicial do passo mais ambicioso que já foi dado na integração do continente europeu, o bloco foi sacudido por duas novas crises: a crise financeira de 2008-2012 e a pandemia da Covid-19, que se transformou em crise econômica em 2020. E é sobre estes dois choques adversos que versa este trabalho: como estes eventos impactaram no processo de integração da Europa.

Nossa pesquisa parte da premissa que as crises financeiras do início do século XXI contribuíram para aprofundar a integração europeia além de serem as razões para as reformas que o bloco vem realizando de modo a se tornar cada vez mais funcional. A partir da crise de 2008-2012, o bloco iniciou um projeto de união bancária que torna a região menos suscetível à choques financeiros adversos; já a crise decorrente da pandemia do novo Coronavírus, foi responsável por um novo papel para o Orçamento Europeu, além de ter contribuído para a mudança de atitude da Alemanha em relação à governança fiscal do bloco.

A partir deste escopo os objetivos específicos desta pesquisa são:

- Avaliar se a União Europeia se enquadra na definição teórica de uma Zona Monetária Ótima pelos critérios de Mundell (1961).
- Avaliar de que maneira a União Europeia atuou em conjunto para enfrentar os problemas advindos da crise financeira de 2008-2012.
- Avaliar de que maneira a União Europeia atuou em conjunto para enfrentar os problemas advindos da crise sanitário-financeira de 2020.

- Compreender quais caminhos são possíveis para a União Europeia se tornar mais funcional e menos suscetível a choques adversos.

O desenvolvimento desta pesquisa foi realizado basicamente, de maneira qualitativa através da utilização de fontes primárias (discursos oficiais e tratados) e levantamento bibliográfico histórico-teórico da literatura existente sobre o assunto. Ademais far-se-á necessidade de uso de dados quantitativos oficiais de todos os países pertencentes à União Europeia para efeito de análises comparativas entre os períodos.

A utilização de fontes primárias é necessária para o entendimento de todo o processo de integração Europeia através da visão oficial dos *policy makers* envolvidos em todo o processo.

O trabalho também se beneficiou do uso de estatísticas oficiais dos países-membros para a comparação de indicadores econômicos e sociais em períodos importantes do processo de integração da União Europeia entre o Tratado da União Europeia (1993) e a adoção da moeda única (2002) foram estabelecidos critérios numéricos para que os países pudessem ou não aderir ao Euro não levando em consideração outros fatores tão ou mais importantes que apenas os números.

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos, a saber:

- O capítulo 1 discute aspectos teóricos relacionados à integração econômica e monetária. Apresentamos as diversas etapas da integração econômica até seu último estágio que é a integração monetária; analisamos, a seguir, mais detidamente as teorias sobre as Áreas Monetária Ótimas, seus custos e benefícios.
- O capítulo 2 introduz algumas instituições relevantes do ponto de vista político-econômico dentro da União Europeia como a *European Commission*, *The Council of European Union* e *The European Parliament*. A partir desta apresentação, traçamos a evolução histórica do processo de integração europeia até a eclosão da crise financeira de 2007-2008.
- O capítulo 3 discorre sobre a primeira grande crise financeira que a União Europeia sofreu (2007-2008). Avaliamos como a crise, que se iniciou no mercado hipotecário dos Estados Unidos – a crise do subprime – atingiu a Europa, transformando-se em uma crise da dívida soberana. Destacamos como o Banco Central Europeu foi um ator decisivo para diminuir as

tensões que existiam dentro do bloco, dando início a reformas que aprofundaram a integração.

- No capítulo 4 abordamos a segunda crise que se abateu sobre a União Europeia no século XXI decorrente da pandemia da Covid-19. Por se tratar de uma crise exógena, diferente da crise financeira de 2007-2008, a União Europeia atuou de maneira mais rápida e mais cooperativa neste evento. Destaca-se a mudança de mentalidade da Alemanha que além de liderar a elaboração do pacote de ajuda emergencial de €750 bilhões, aprovou que deste montante, €390 bilhões fosse em forma de doação, a fundo perdido.
- Por fim, no capítulo 5 apontamos algumas reformas desejáveis para que a União Monetária se transforme em algo mais funcional. Apresentamos a proposta que foi feita durante a crise financeira de 2008-2012 de união bancária, apresentando o que já foi realizado e o que ainda está em construção. Também apresentamos críticas à arquitetura fiscal existente dentro da União Europeia bem como alguns projetos que poderiam tornar o bloco mais funcional, no âmbito da esfera fiscal.
- Concluimos o trabalho apresentando nossas considerações finais mostrando como a União Europeia foi reforçando a integração do continente à medida que as crises do início do século XXI ocorreram.

O trabalho justifica-se pela importância de se aprofundar a compreensão do principal movimento de integração regional da história recente que tem, por seu caráter pioneiro, servido de referência para outros processos de integração em curso no resto do mundo. Com a globalização, movimentos de integração passaram a ser comuns entre países e a União Europeia surge com modelo para eventuais uniões em outras regiões do mundo. Compreender os acertos e erros do processo europeu pode ser útil para futuros movimentos no mesmo sentido, inclusive de blocos já existentes. Vale destacar que choques adversos distintos (financeiro em 2008-2012 e econômico-sanitário em 2020) que poderiam desencadear uma ruptura no processo de integração, pelo contrário, reforçaram a união, mostrando que os mecanismos institucionais de auto regulação do bloco estão em pleno funcionamento

2. ASPECTOS TEÓRICOS DE UMA INTEGRAÇÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA

A simples definição do termo integração não é uma tarefa das mais simples; pelo contrário é uma ambição hercúlea. Dois fatos concomitantes, convergem para que essa dificuldade seja potencializada: primeiro pelo fato deste tema não se restringir a uma área específica do conhecimento e sim tangenciar os principais campos do conhecimento das Ciências Sociais Humanas, segundo por ser um tema relativamente novo, do ponto de vista teórico.

Um dos primeiros autores a reconhecer esse fato da interdisciplinaridade do tema integração foi o economista sueco Gunnar Myrdal. O autor considera que a integração econômica seria a materialização do sonho dos países ocidentais em atingir igualdade e oportunidade para seus cidadãos. Portanto, “a integração econômica é, no fundo, não apenas um problema econômico, mas também um problema de ciência política, de sociologia e de psicologia social” (MYRDAL, 1967, p. 28)

Corroborando com o economista escandinavo, Celli Júnior (2011, p. 19) afirma que:

o conceito de integração sempre foi dinâmico e relacionado a um determinado contexto, político, econômico e social. Sua complexidade também deriva do fato de que não pode ser visto exclusivamente sob o prisma econômico ou jurídico. A integração é também um fenômeno político, pois seu nível de aprofundamento depende da vontade política dos Estados que resolvem se aproximar.

A diversidade de áreas nas quais trata da temática sobre a integração junta-se à contemporaneidade do tema conforme destaca Vieira (2004, p. 53-54):

o fenômeno da integração econômica internacional, com os seus lineamentos atuais [...] configura matéria relativamente nova nos cenários *econômico, político e jurídico* internacionais, tendo-se constituído, na segunda metade do século XX, num dos mais importantes desenvolvimentos teóricos e práticos em termos de *relações internacionais*, ora introduzindo novos *conceitos*,

institutos e terminologia, ora reciclando outros, com relevantes desdobramentos especialmente sobre os campos do Direito e da Economia [...] fato é que vários dos *processos* de integração econômica internacional introduziram novos dados no universo de análise dos teóricos desse campo e dos vários outros que com ele interagem, seja pelo elemento político que permeia a *integração*, seja pelos aspectos e implicações econômicas e jurídicas que o fenômeno consubstancia, cortando, à medida em que avança – ampliando-se e aprofundando-se –, os mais variados campos da cultura.

Esta atualidade teórica foi percebida em estudo de Machlup (1977). O autor aponta que na virada da primeira para a segunda metade do século XX pouquíssimos estudos sobre integração econômica haviam sido publicados, listando uma pesquisa na qual o termo integração não é encontrado em três grandes subáreas da Economia Internacional (fusão econômica do Estado-nação, união aduaneira e comércio internacional) antes da década de 1940. Durante a década de 1940, diversos estudos possuíam correlação às avessas com a temática sobre a integração econômica, pois na sua esmagadora maioria estes estudos versavam sobre a desintegração.

Seguindo para o final dos anos 1940 surgem tanto dentro do espectro acadêmico como do discurso político os primeiros usos do termo integração. Coincidência ou não, o termo foi proferido por Paul Hoffman, encarregado de coordenar o Plano Marshall na Europa e administrador da ECA (*Economics Cooperation Administration*), endereçado ao Conselho da OEEC (*Organisation of European Economic Co-operation*) em 1949, quando já eram dados os primeiros movimentos para a integração europeia.

Nas palavras de Hoffman (1949, p. 3):

The substance of such integration would be the formation of a single large market within which quantitative restriction on the movements of goods, monetary barriers to the flow of payments and, eventually, all tariffs are permanently swept away

O que talvez chame mais a atenção no discurso de Paul Hoffman é ele estar à frente e discursando para dois órgãos cooperativos (ECA e OEEC, respectivamente) e propondo a integração, sem perceber a sutil distinção entre cooperar e integrar. Conforme Celli Júnior (2011, p. 19 – grifo nosso):

enquanto um bloco regional de integração **possui objetivos ambiciosos que implicam a unificação, a uniformização e a harmonização de políticas comerciais, econômicas e monetárias com delegação de parcelas significativas de soberania para instituições de caráter supranacional**, um bloco regional de cooperação tem metas mais modestas, cuja implantação não requer a abdicação por parte dos Estados de grandes parcelas de soberania.

As definições acima reificam a vertente econômica do processo de integração e este viés acabará por moldar os aspectos institucionais do bloco que optar pela integração.

A partir desta premissa, as etapas de integração, que serão detalhadas mais adiantes, traz como objetivo aspectos econômicos e comerciais como determinantes para o aprofundamento da integração entre nações. Dentro da importância dos aspectos socioeconômicos devem-se levar em consideração os sistemas econômicos vigentes além do nível de desenvolvimento dos integrantes. (CELLI JÚNIOR, 2011).

Decorre as palavras de Paul Hoffman que a integração econômica estaria intimamente ligada à diminuição e eliminação de qualquer forma de restrição de movimentação não só de mercadorias como também de fatores de produção e fatores monetários.

Considerando o discurso de Hoffman como sendo a primeira menção do termo integração podemos avançar um pouco mais para tentarmos entender o que significa o termo integração econômica; mais do que isso: entender as etapas que conduzem à integração econômica plena. É mister antecipar que embora em linhas gerais, o conceito não muda muito entre os autores, há algumas idiossincrasias dentro das definições.

Balassa (1969) aponta que nem mesmo a literatura econômica da época tinha uma definição bem clara sobre o que seria uma integração econômica sendo que havia estudiosos que incluíam a integração social dentro do processo de integração social; outros estudiosos consideravam as formas de cooperação internacional como um elo dentro do processo de integração social. Insatisfeito com estas definições que de fato nada definiam, Balassa (1969, p. 1) trouxe uma definição mais acurada. O autor define:

[...] economic integration as a process and as a state of affairs. Regarded as a process, it encompasses measures designed to abolish discrimination between economic units belonging to different national states; viewed as a state of affairs, it can be represented by the absence of various forms of discrimination between national economies.

Ainda dentro da definição estabelecida acima, há de ser feita uma distinção importante, na opinião do próprio Balassa (1969). O autor se propõe a deixar bem clara a diferença entre integração e cooperação tanto do prisma qualitativo como quantitativo. Pode até parecer uma pequena sutileza, mas Balassa (1969) afirma que dentro da cooperação existem medidas que visam diminuir a discriminação enquanto na integração econômica alguns tipos de discriminações deveriam ser suprimidos.

2.1 Integração econômica e monetária

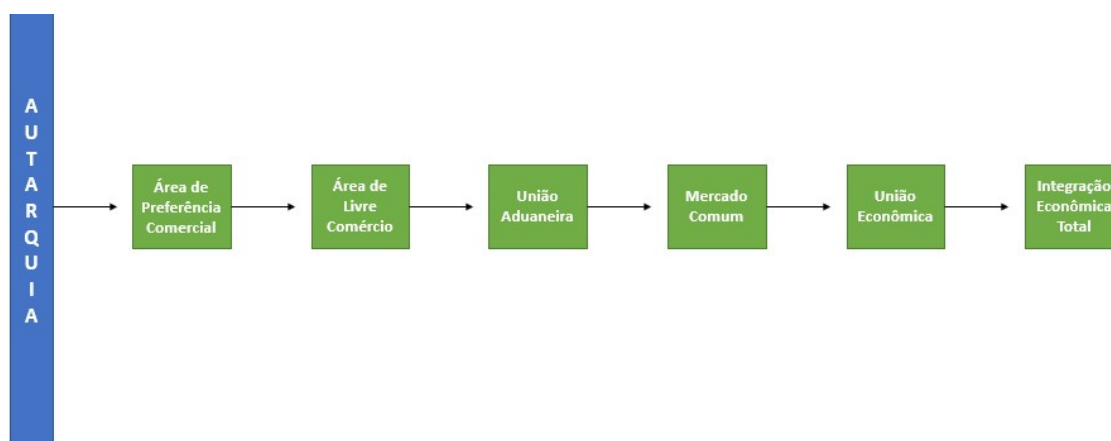
Utilizando a caracterização sobre integração econômica propostas por Balassa (1969) há cinco formas nas quais pode haver integração:

- a) Áreas de Livre Comércio (*free-trade area*);
- b) União Aduaneira (*customs union*);
- c) Mercado Comum (*common market*);
- d) União Econômica (*economic union*);
- e) Integração Econômica completa (*complete economic integration*).

Complementado estas cinco formas, Panagariya (2000) cria uma sexta, conhecida como Áreas de Preferência Comercial (*preferential trade area*) que seria algo anterior às Áreas de Livre Comércio.

A figura 1 sintetiza as formas possíveis de integração econômica para estes autores bem como suas características.

Figura 1 – Etapas de Integração Econômica



Fonte: o autor com base em BALASSA (1969) e PANAGARIYA (2000) .

As Áreas de Preferência Comercial são definidas por Panagariya (2000, p. 288) “union between two or more countries in which lower tariffs are imposed on goods produced in the member countries that on goods produced outside”. Fica claro pela definição que esta é uma forma bastante embrionária de integração econômica que traz benefícios apenas marginais aos seus participantes quando comparados, por exemplo com etapas mais avançadas do processo de integração econômica.

As duas próximas etapas de evolução dentro do processo de integração econômica ilustrado na figura 1, Área de Livre Comércio e União Aduaneira, visam principalmente eliminar as possíveis barreiras limitantes do comércio entre os seus membros.

Panagariya (2000, p. 288) define estas duas etapas da seguinte maneira:

An FTA [free trade area] is a PTA [preferential trade area] with tariffs eliminated entirely on goods produced in member countries. A customs union (CU) is an FTA with all members imposing a common external tariff on a given good. The term PTA being wider, it is used to include the arrangements with limited tariffs preferences, FTAs and CUs.

Dada a relevância então das uniões aduaneiras é mister apresentar uma definição mais robusta sobre o assunto. Lipsey (1960, p. 496 – grifo nosso) afirma que:

In general, the tariff system of any country may discriminate between commodities and/or between countries. Commodity discrimination occurs when different rates of duty are levied on different commodities, while a country discrimination occurs when the same commodity is subject to different rates of duty, the rate varying according to the country origin. **The theory of customs unions may be defined as the branch of tariff theory which deals with the effects of geographically discriminatory changes in trade barriers.**

Eliminadas as barreiras tanto quantitativas como tarifárias que impediriam a comercialização de bens, avança-se no processo de integração através da formação de um Mercado Comum e de uma União Econômica. Hosny (2013, p. 134) afirma que:

A Common Market (CM) is a CU which further allows free movement of labor and capital among member nations. This is usually referred to as “factor integration” [...] The most advanced type of economic integration is the *Economic Union*, where the monetary and fiscal policies of member states are harmonized and sometimes even completely unified. This is usually referred to as “political integration”.

A definição de União Econômica¹ encontrada em Hosny (2013) erra por afirmar que esta seria a etapa mais avançada e, portanto, seria o final do processo de integração econômica. Conforme Balassa (1969, p. 2), o último estágio do processo de integração econômica é o que o autor chamou de Integração Econômica Total que pressupõe, nas palavras do próprio autor, “[...] the unification of monetary, fiscal, social, and countercyclical policies and requires the setting-up of a supra-national authority whose decisions are binding for the member states”.

As seis etapas que englobam o processo de integração econômica mostram quão complexo e demorado pode ser chegar a uma integração econômica total, se é que é

¹ Weststrate (1948, p. 362 – grifo nosso) confunde traz uma definição de União Econômica que é muito mais próxima da definição de Mercado Comum. Nas palavras do autor, “[...] a customs union, in the literal sense, in effect meant economic unity, and was almost identical with what now is often called an **economic union, which means the absence of any economic barrier between countries, so that there is free movement of goods, services, people and money across their mutual border. This border then has no economic significance [...]**”

possível atingir tal grau de incorporação entre países. Afora toda dificuldade vislumbrada sob a ótica econômica e política, existem também questões de ordem social e cultural que podem dificultar os projetos de integração econômica.

A evolução da economia principalmente no que tange aos mercados financeiros e de capitais e ao mercado cambial fez com que a definição de união monetária contemporânea fosse mais ampla e profunda do que arranjos monetários com paridade em alguma *commodity*. Chown (2013, p. 3) aponta estes arranjos monetários do século XIX como sendo “‘type 1’ monetary unions [that] are between countries on a gold (or silver) standard, with each currency defined in terms of gold (or silver) meaning that exchange rates are already fixed”.

A ideia de união monetária que vamos seguir neste estudo é a de Corden (1972). O autor parte da premissa que toda união monetária é composta por dois componentes:

- a) união cambial no qual a taxa de câmbio dos países participantes sejam fixas entre elas mesmo podendo flutuar com relação às moedas não pertencentes à união;
- b) convertibilidade, ou seja, ausência de qualquer mecanismo de controle cambial seja ele nas transações correntes ou de capital, dentro do bloco.

Corden (1972, p. 3) afirma que o primeiro passo com relação aos mecanismos cambiais é a formação da chamada pseudo união cambial que nas palavras do autor seria:

[...] an arrangement where the member countries agree – no doubt solemnly – to maintain fixed exchange-rate relationships within the union but there is no explicit integration of economic policy, no common pool of foreign-exchange reserves, and no single central bank [...] The members of the union might determine that, for accounting purposes, one of their currencies is to be the reference currency. Alternatively, they might establish a new accounting currency for the purpose (the Europa?). Then each of the other partners agrees to keep its exchange rate fixed relative to this reference currency. Each country has its own foreign-exchange reserves and conducts its own monetary and fiscal policies. If it finds that it is running out of reserves, then—to make good its solemn promise—it must engage in a monetary or fiscal contraction sufficient to restore the reserve position Every six months or so, or perhaps much more frequently, the finance ministers or central-bank governors meet and consider whether they wish to change the parity of the reference currency. If it changes, then all the other currencies must, of course, move with it.

Este primeiro grau de integração apresenta limitações quanto ao funcionamento na prática que só serão corrigidas em caso de aprofundamento do processo de integração monetária, em direção à integração monetária completa. No entanto, faz-se necessário avaliar os problemas ligados à mais frágil forma de unificação monetária, segundo Hamada e Porteous (1993), a pseudo união cambial.

Corden (1972) aponta quatro problemas que as pseudo uniões monetárias trazem consigo, apontando a necessidade de ir além deste modelo de união monetária.

- a) Nas pseudo uniões cambiais, os ministros das finanças ou presidentes dos Bancos Centrais dos países envolvidos sempre buscariam uma taxa de câmbio que fosse adequada às necessidades do balanço de pagamentos do seu país. Isto dificultaria a chegada de um acordo com relação a qual valor das paridades mantendo o sistema sempre sob forte tensão;
- b) Sempre que houvesse reuniões entre os *policy-makers* para qualquer tomada de decisão, haveria um aumento nas expectativas dos agentes de mercado o que ensejaria movimentos especulativos de capital tanto de fora para dentro da união como o contrário;
- c) Neste tipo de arranjo, a moeda de referência não poderia flutuar nem mesmo dentro de bandas cambiais com relação às moedas de fora da união. Considerando por exemplo que a moeda de referência possa flutuar; isto acontecerá como resposta a mudanças nas condições internas do país que possui esta moeda – um aumento na demanda externa pelas exportações deste país fará com que a moeda de referência sofra uma apreciação. Neste modelo, isto exigiria dos países que fazem parte da pseudo união monetária mudanças nas suas taxas de câmbio de modo a manter a paridade estabelecida comprando ou vendendo moedas de fora da união.
- d) Em função disto, o sistema não tem como garantir que as paridades estabelecidas inicialmente entre as moedas sejam mantidas.

A integração monetária ou unificação monetária, conforme Hamada e Porteous (1993), é construída por diferentes níveis de integração sendo que a primeira delas é a pseudo união cambial. Um passo adiante, na opinião dos autores, é a credibilidade que a população dos países envolvidos atribui ao compromisso de manter fixa as taxas de câmbio; isto deveria ser acompanhado da plena convertibilidade para as transações correntes e de capital dentro do bloco, seguindo a ideia apresentada anteriormente. No entanto, os autores reconhecem que esta credibilidade só se concretizaria se houvesse um período de transição no qual o compromisso inicial de paridade das moedas fosse mantido ou se houve, de alguma forma, uma união política.

Diante de diversos problemas observados em uma pseudo união cambial, um aprofundamento na integração monetária é necessário até como forma de blindar os países participantes destes possíveis desarranjos no balanço de pagamentos. Corden (1972, p. 5)

avança por uma nova etapa e explica o que é e o funcionamento da união cambial completa afirmando que:

[...] a much more radical step, namely the complete pooling of the foreign-exchange reserves of the union countries. A union central bank might be established to be responsible for managing the common fund. Now we are coming much closer to a common currency and a complete exchange rate union. The union central bank would operate in the market to maintain permanently the exchange-rate relationships among the various union currencies and, at the same time, it would allow the rate of the reference currency to fluctuate, or to alter intermittently, relative to the dollar. For example, if the foreign-exchange (dollar) reserves in the common pool were running down, the bank would allow the reference currency, and with it all the partner currencies, to depreciate. Technically, a proper exchange-rate union could now be achieved.

Levitt e Lord (2000) afirmam que isto já seria uma união monetária, mesmo não tendo uma moeda única. Os autores afirmam que neste caso, o Banco Central do bloco deteria o monopólio da execução da política monetária e que como tal focaria na oferta monetária do bloco como um todo, embora pudesse continuar a circular entre os países pertencentes a união cédulas e moedas distintas. Os Bancos Centrais Nacionais continuariam a existir apenas como meras agências do Banco Central da união, não possuindo mais atribuições de executar a política monetária do seu país.

De Grauwe (2005) caminha nesta mesma direção afirmando que em uma união monetária total haveria a extinção dos bancos centrais nacionais ou eles não teriam nenhum tipo de poder. As implicações disto seriam que os países que porventura optassem em participar de uma união monetária renunciariam a oportunidade de alterar o preço da sua moeda, de determinar a oferta monetária do seu país e conseqüentemente de estabelecer a taxa de juros de curto prazo na sua economia.

Hamada e Porteous (1993) complementam as definições apresentadas mostrando o terceiro e último grau de unificação monetária total. Neste caso haveria um Banco Central único, pertencente ao bloco que emitiria uma moeda única que seria a unidade de conta e o meio de troca de todos os países pertencentes a este bloco.

Jovanovic (2005) lista 10 elementos que são necessários para a existência de uma união econômica e monetária:

- a) Centralização da política monetária;
- b) Um Banco Central único ou um sistema de bancos centrais; ambos com a prerrogativa de controlar as políticas de estabilização;
- c) Conversibilidade pelo menos interna das moedas dos participantes;
- d) Performance unificada nos mercados financeiros internacionais;

- e) Integração do mercado de capitais;
- f) Taxas de inflação idênticas;
- g) Harmonização dos sistemas fiscais;
- h) Substituição dos desequilíbrios externos por desequilíbrios regionais;
- i) Níveis de desenvolvimento econômico semelhantes ou a constituição de um fundo com recursos suficientes para efetuar transferências para uma região menos desenvolvida ou que sofreu algum tipo de choque;
- j) Consultas constantes para a coordenação de políticas entre os países-membros bem como ajustes salariais em nível do bloco.

A compreensão do funcionamento de uma união monetária total passa pelo entendimento do tipo ideal de integração que são as *Optimum Currency Areas* (OCA) arcabouço teórico desenvolvido formalmente na década de 1960, mas que já havia sido esboçado, mesmo que de maneira mais primitiva na década anterior. Avaliar os benefícios e os custos deste tipo de arranjo monetário é fundamental para entender o processo de União Monetária Europeia bem como apontar as falhas inerentes a este processo e possíveis aprofundamentos futuros para aperfeiçoar o funcionamento da Zona do Euro.

2.2 Um tipo especial de integração monetária: as áreas monetárias ótimas (*optimum currency areas*)

As primeiras discussões sobre áreas monetárias ótimas começaram após o término da Segunda Guerra Mundial no contexto econômico de Bretton Woods – regime de câmbio fixo com ajustes e pouca mobilidade de capitais. Tais debates, na realidade, confrontavam o regime cambial vigente com a possibilidade de adoção do câmbio flutuante apontando as vantagens e desvantagens de cada um dos modelos e como eles se comportariam em caso de choques adversos (TAVLAS, 1994).

Mundell (1961) externa que o debate era necessário pois as crises de balanço de pagamentos continuariam sendo uma realidade dentro deste sistema econômico-financeiro existente com câmbio fixo e rigidez para baixo de ajustes de salários e preços. Estas rigidezes impediriam que os termos de troca cumprissem seu papel em promover ajustes automáticos caso um país ou região sofresse um choque adverso.

Para corrigir estes problemas, Friedman (1953) argumentava que os países que sofressem desta rigidez de preços e salários deveriam adotar regimes cambiais flexíveis (flutuantes) para promover tanto os ajustes interno (reduzida inflação e baixa taxa de

desemprego) e ajuste externo (equilíbrio do balanço de pagamentos). O autor argumenta ainda que mesmo que fosse possível certa flexibilidade nestes preços rígidos, a adoção do regime de câmbio flutuante seria preferível e mais adequada como forma de ajustar os desequilíbrios econômicos.

A crítica de Mundell (1961) com relação à proposta de câmbio flutuante de Friedman (1953) é que o autor se esquece de algo fundamental para o funcionamento deste tipo de regime cambial: a escolha geográfica de áreas definidas para a adoção de um regime monetário próprio que os permita escolher o regime de câmbio flutuante. Esta delimitação é fundamental para o estabelecimento dos critérios que permitirão classificar uma região como área monetária ótima ou não. O autor questiona se todas as moedas nacionais do mundo deveriam ser flutuantes ou se uma área com moeda única seria desejável. O autor vai além definindo uma área monetária ótima como sendo um domínio (região) na qual as taxas de câmbio sejam fixas e quais seriam as características necessárias (desejáveis) para que esse domínio (região) se tornasse uma área monetária ótima.

Ishiyama (1975) aponta que não há homogeneidade econômica dentro de um mesmo país quicá do mundo que é composto por nações maiores e nações menores; logo a independência da política monetária e da taxa de câmbio flutuante para cada região dentro do próprio país ou até mesmo entre os países poderia não obter resultados satisfatórios – se cada indivíduo possuísse sua própria moeda transformaria o mundo em um imenso escambo e também seria ineficiente.

Logo,

an optimum currency area (OCA) is defined here as the optimal geographic domain of a single currency, or of several currencies, whose exchange rates are irrevocably pegged and might be unified. The single currency, or the pegged currencies, can fluctuate only in unison against the rest of the world. The *domain* of an OCA is given by the sovereign countries choosing to adopt a single currency or to irrevocably peg their exchange rates. *Optimality* is defined in terms of several *OCA properties*, including the mobility of labour and other factors of production, price and wage flexibility, economic openness, diversification in production and consumption, similarity in inflation rates, fiscal integration and political integration. *Sharing* the above properties reduces the usefulness of nominal exchange rate adjustments within the currency area by fostering internal and external balance, reducing the impact of some types of shocks or facilitating the adjustment thereafter. Countries would form a currency area in expectation that current and future benefits exceed costs (MONGELLI, 2002).

Abba Lerner pode ser considerado um dos percussores em construir os alicerces das áreas monetárias ótimas. Cesarano (2006) aponta que o autor em seu livro de 1944

chamado *Economics of Control* se dedica, dentre outras coisas, a estudar as dificuldades de se manter uma economia aberta em pleno emprego. Tomando como exemplo o padrão-ouro, as vantagens do câmbio fixo na condução do comércio internacional e da isenção de pressões políticas sobre o Banco Central deveriam ser contrastadas com a desvantagem da impotência da política monetária em não conseguir evitar a saída maciça de ouro.

Neste contexto, uma política monetária contracionista via aumento na taxa de juros funcionaria da seguinte forma: no mercado monetário, os juros mais altos manteriam fundos no país e atrairia recursos externos; na economia real a taxa de juros mais elevada faz com que o consumo, o investimento e as importações diminuam provocando queda na renda nacional aumentando o desemprego – a queda na atividade econômica perdurará até que o equilíbrio externo seja reestabelecido. No setor externo, a retração na atividade econômica diminuirá o preço das exportações tornando-as mais competitivas no comércio internacional, provocando expansão nas vendas externas e do produto nacional até que o pleno emprego se reestabeleça. Uma economia nesta situação correria o risco de ficar presa por um grande período nesta situação de retração econômica e aumento do desemprego (CESARANO, 2006).

Esta política monetária contracionista, elevação na taxa de juros, não teria impactos imediatos no nível de preços e nos salários, estas variáveis são as últimas que sofrerão impactos em caso de aumento no desemprego – caso tivesse, o processo de ajuste automático seria possível. O aperto monetário provoca impacto imediato nas decisões de investimento da economia e, por conseguinte, na atividade econômica. Uma vez que a elevação da taxa de juros não seria suficiente para impedir a saída maciça de ouro do país e que o ajuste automático não seria realizado, a solução seria a imposição de tarifas gerais e a concessão de subsídios à exportação o que equivaleria a uma política de desvalorização cambial (CESARANO, 2006).

Diante desta situação apresentada, Lerner (1944, p. 375-376) afirma que:

the same difficulties may arise within a country. One region may find a decrease in the demand for its product from the others region, or mei may be higher in other regions. This leads to an import balance of goods or an export balance of lending, or both, and money is drained out of this region just as it would be drained out of one gold standard country to another under like circumstances. The high rate of interest discourages investment, so economic activity declines and there is unemployment until wages and costs have been sufficiently reduced to restore the demand by the other regions for the products of this region. Any depreciation of the local currency which would avoid the necessity for unemployment and local cost reduction is, of course, impossible. If this works out satisfactorily within a country, the gold standard advocate can

argue, why can it not operate internationally? Does not our argument for flexible exchanges also logically commit us to a demand for currency autonomy for every region, district, and village? The answer is that the region within the country differs from an independent country in the important respect that it enjoys the free movement of goods, of people, and of investment into the other regions of the same country. An import balance that causes money to flow out of one region means an export balance in another region where money is flowing in, and economic activity is at an unusually high level. The inhabitants of the first region can move without restriction into the prosperous region. This does not mean that there cannot be depressed areas within a country, but it does mean that these are not likely to be very serious if it is easy to get a job by moving into the other area, and in any case the depressed area will be recognized as a responsibility of the country as a whole.

Abba Lerner assume inicialmente que a suavização do ajuste no caso de um choque adverso seria feita dentro do próprio país; para tanto considera-se que as fronteiras sejam dadas. Esta premissa é fundamental na análise do autor pois a existência de fronteiras impede a mobilidade dos fatores de produção; sem esta possibilidade, o uso de barreiras comerciais como a aplicação de tarifas e quotas seria o caminho mais desejável para o ajuste (CESARANO, 2006).

Lerner (1947) apresentou uma réplica a um trabalho do economista Ragnan Nurkse na qual o autor ressalta os custos de se manter uma economia sob o regime de câmbio fixo além de apresentar novamente argumentos para uma área monetária ótima. O autor começa questionando se é benéfico para um país ter a possibilidade de ajustar a sua taxa de câmbio, por que não seria para estados e municípios? A resposta dada por Lerner é que estas regiões (estados e municípios) não tem a possibilidade de alterar a taxa de câmbio; no entanto, através da mobilidade da mão de obra seria possível o reestabelecimento do equilíbrio – deslocamento da região que sofreu o choque para a região que está vivenciando o *boom*.

Ainda conforme Lerner (1947), caso a mobilidade da mão de obra não seja possível e a taxa de câmbio se mantenha fixa, o ajuste seria possível apenas mudando o nível de preços, colocando a economia em uma recessão ou aplicando controles comerciais. O autor aponta que mudanças nos níveis de preços seriam improváveis enquanto colocar a economia em recessão ou aplicar controles comerciais seria inadmissível. Portanto, diante desta situação, a adoção do regime de câmbio flexível seria a melhor solução para corrigir desequilíbrios estruturais.

Outro autor que se dedicou, dentre outras coisas, a estudar arranjos monetários e cambiais foi Milton Friedman. Em uma troca de cartas com Lionel Robbins em 1952 o autor afirmou que uma região seria apropriada para ser uma área de moeda única ou seja o regime de câmbio fixo se houvesse uma autoridade única que fosse responsável pela

política monetária e que dentro desta área houvesse a possibilidade de haver livre movimento de trabalho, bens e capital (DELLAS; TAVLAS, 2009).

A defesa de um regime de câmbio fixo dentro de uma região é condicionada por Friedman (1953, p. 193-194) quando:

A group of politically independent nations all of which firmly adhered to, say, the gold standard would thereby in effect submit themselves to a central monetary authority, albeit an impersonal one. If, in addition, they firmly adhered to the free movement of goods, people, and capital without restrictions, and economic conditions rendered such movement easy, they would, in effect, be an economic unit for which a single currency – which is the equivalent of rigid exchange rates – would be appropriate [...] The problem of maintaining fixed exchange rates within the sterling area without restrictions on trade differs only in degree from the corresponding problem for the world as a whole. In both cases the area includes a number of sovereign political units with independent final monetary and fiscal authority. In consequence, in both cases, the permanent maintenance of a system of fixed rates without trade restrictions requires the harmonization of internal monetary and fiscal policies and a willingness and ability to meet at least substantial changes in external conditions by adjustments in the internal price and wage structure. Many of these differences are, of course, themselves the product of the prior existence of fixed and stable exchange rates. Whatever their cause, there can, I think be little doubt that on balance they mean that a system of fixed exchange rates has more chance of surviving without trade restrictions in the sterling area than in the world as a whole. But, granted that the prospects are better for the sterling area than for the world as a whole, it does not follow that they are very good.

A fase pioneira dos estudos sobre áreas monetárias ótimas tem início no estudo seminal de Robert Mundell em 1961 percorrendo toda a década de 1960 e o início da década de 1970. Mongelli (2002) aponta neste início se estabeleceu as características que são necessárias para se criar uma área monetária ótima bem como análises sobre os custos e os benefícios de participar de uma. O autor aponta que o grande ponto negativo desta fase é que era difícil harmonizar todas estas propriedades em um esquema unificado e muitas proposituras eram pouco aplicáveis de maneira empírica.

A primeira característica que uma área monetária ótima precisa ter e que será estudada é a possibilidade da mobilidade dos fatores de produção incluindo a mão de obra. O estudo de Mundell (1961) contempla como pode ser onerosa uma união monetária no caso de ocorrer um choque adverso na demanda de um dos participantes e não haja elevada mobilidade de mão de obra.

De maneira simplificada, considere que dois países A e B resolvam se unir delegando suas políticas monetárias para um Banco Central comum e adotem uma moeda única. Ademais, o país A sofre um choque negativo de demanda de maneira que os consumidores desta união passem a preferir os produtos do país B em detrimento daqueles produzidos no país A. O resultado desta mudança nas preferências é que o país A terá

uma redução no produto e um aumento no desemprego enquanto o país B terá um aumento no produto e uma redução no desemprego além de uma pressão inflacionária. Uma vez que os países não têm à sua disposição mais as políticas monetária e cambial, o processo de ajuste se daria através da mobilidade de trabalhadores: a mão de obra migraria do país A para o país B. O processo seria benéfico para ambos os países: o país A eliminaria o seu problema de desemprego enquanto o país B eliminaria as pressões inflacionárias (MUNDELL, 1961).

O próximo passo na evolução das pesquisas em áreas monetárias ótimas (AMO) veio em 1962 com o economista James Ingram. Segundo Puiu (2011), Ingram estabelece como critério para uma área monetária ótima seria a integração financeira visto que os fluxos de capitais reduziriam a necessidade de ajustes de taxa de câmbio além de auxiliarem o financiamento de déficits públicos e privados sem que isto cause pressão na taxa de câmbio.

Mongelli (2002) assinala ainda que a integração financeira permite que choques temporários podem ser evitados permitindo que se consiga tomar emprestado das regiões superavitárias. O autor aponta ainda que em regiões na qual haja grande integração financeira, mesmo uma pequena alteração na taxa de juros provocaria fluxos de capitais entre as regiões participantes que equilibraria o desajuste potencial. Isto se verificando, haveria uma diferença entre as taxas de juros de longo prazo o que permitiria uma melhor alocação dos recursos bem como um barateamento no financiamento de déficits externos. Por fim, é ressaltado que a integração financeira não é uma substituta de possíveis ajustes externos permanentes; apenas serve como suavizador deste processo.

McKinnon (1963, p. 717) apresentou em seu estudo a sua própria definição de área monetária ótima quando afirma que:

“Optimum” is used here to describe a single currency area within which monetary-fiscal policy and flexible external exchange rates can be used to give the best resolution of three (sometimes conflicting) objectives: (1) the maintenance of full employment; (2) the maintenance of balanced international payments; (3) the maintenance of stable internal average price level.

Definido o que é uma área monetária ótima, McKinnon (1963) aponta mais um critério importante para se caracterizar uma AMO: o grau de abertura da economia. O autor, primeiramente, define o grau de abertura da economia como sendo os bens e serviços exportados e importados como proporção do Produto Interno Bruto do país. Argumenta-se que quanto maior for o grau de abertura de uma economia, menor será a necessidade de ajustes a choques externos via alteração na taxa de câmbio.

Por fim neste primeiro estágio de estudos sobre a formação de áreas monetárias ótimas e seus critérios aparece o estudo de Kenen (1969). Neste estudo, o autor sugere dois outros critérios para uma dada região ser considerada ótima: a necessidade de uma integração fiscal e o grau de diversidade de produtos existentes.

Na visão do autor, uma área monetária seria ótima caso houvesse junto da integração monetária um mecanismo de transferência fiscal que serviria para redistribuir fundos em caso de um choque adverso. O autor vai além afirmando que uma integração fiscal reduz a necessidade de uma política monetária independente além de diminuir a necessidade de ajustes cambiais diante de choques adversos (KENEN, 1969).

Os desequilíbrios nos pagamentos são provocados por alterações microeconômicas na demanda e que por isso regiões que possuíssem baixo grau de diversificação produtiva deveria formar áreas monetárias. Caso um país ou região produza uma grande quantidade de diferentes tipos de produtos, muito provavelmente este país exportará também uma grande quantidade de diferentes produtos; portanto a queda nas exportações de um setor não necessariamente aumentaria rapidamente o desemprego neste setor comparativamente ao que ocorreria em um país que possuísse uma economia menos diversificada e que vivesse sob o regime de câmbio fixo. O autor aponta também que quando a taxa de câmbio é utilizada para reestabelecer o equilíbrio prévio ao choque exógeno, terá que ser mais intenso em uma economia menos diversificada do que em uma mais diversificada (ISHIYAMA, 1975).

Os estudos de Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) são considerados os estudos pioneiros sobre áreas monetárias ótimas. A evolução da integração europeia e a iminente ruptura de Bretton Woods e por conseguinte do regime de câmbio fixo com pequenas desvalorizações fez com que o assunto continuasse a ser bastante debatido na década de 1970.

Fleming (1971) nos seus estudos sobre unificação cambial aponta que a semelhança nos níveis de inflação entre os países que decidem se unir deva ser um critério para asseverar que aquela região é uma área monetária ótima. A premissa do autor é que quando a taxa de inflação permanece baixa e em níveis semelhantes entre os países que se uniram, os termos de troca entre as nações deverão ser estáveis também o que reduz consideravelmente a necessidade de ajustes via taxa de câmbio. Diferenciais elevados de inflação aumenta os custos do país que possui a taxa mais elevada, diminuindo sua competitividade.

Corden (1972) afirma ainda que a existência de flexibilidade de preços e de salários seria um outro mecanismo que promoveria um ajuste automático no caso de um choque adverso de demanda em um dos países que formaram uma união monetária. No exemplo dos dois países, A e B, no qual o primeiro sofre um choque adverso na demanda, há aumento no desemprego e isto faria com que os trabalhadores diminuíssem as suas exigências salariais ao passo que no país B haveria pressão de alta nos salários pelo excesso de demanda por mão de obra. Portanto, no país A haveria um deslocamento da curva de demanda agregada para a esquerda (diminuição do produto de equilíbrio) e reduzindo os preços gerais da economia, tornando seus produtos mais competitivos; no país B haveria um deslocamento da curva de oferta agregada para a esquerda, elevando os preços tornando seus produtos menos competitivos.

Autores como Mintz (1970) e Haberler (1970) apontam a necessidade de uma união política para que uma união monetária seja ótima. Na visão destes autores, esta unificação levaria a um maior comprometimento dos governos em buscar políticas que buscassem o desenvolvimento além de garantir que haveria maior cooperação entre eles em caso de adversidades. Ademais, a convergência política é importante para fomentar convergência nos padrões de desenvolvimento o que reduziria a necessidade de intervenções das políticas econômicas.

2.3 Custos e benefícios em uma união monetária

O processo de integração monetária que, em última instância, conduz à adoção de uma moeda única para todos os participantes deve ser compreendido através de uma análise entre custos e benefícios. Baldwin e Wyplosz (2009) aponta que quando se forma uma área monetária os benefícios marginais são positivos e declinantes uma vez que a utilidade da moeda cresce à medida que a região na qual ela está sendo usada aumenta (benefício positivo) e à medida em que a região se torna cada vez maior, o benefício extra de um país a mais é menor do que quando a região era pequena. Os autores analisam que à medida em que a área monetária vai se expandindo, as diversidades entre os países participantes vão aumentando o que implica em maiores custos no compartilhamento de uma moeda única. Logo, o custo marginal de fazer parte de uma área monetária é positivo e crescente.

Jovanovic (2005) argumenta que um dos ônus de fazer parte de uma união monetária é a relativa perda de soberania nacional. Em uma integração monetária, há a

necessidade de criação de um órgão supranacional (Banco Central) para a condução da política monetária e cambial o que significa renunciar à moeda nacional e à soberania de utilizar a política monetária como instrumento de política econômica. O autor ainda afirma que esta perda relativa de soberania pode provocar consequências adversas tanto no campo político como do ponto de vista psicológico.

Ungerer (1997) percorre caminho semelhante ao de Jovanovic (2005) e afirma que a renúncia ao uso dos instrumentos de política monetária e cambial é o custo mais elevado em termos de perda de mecanismos de política econômica. O autor afirma que uma redução na competitividade em uma parte da união deverá ser combatida com alterações na política doméstica – alterações nos salários ou em outros componentes do custo – além da diminuição dos gastos públicos e dos benefícios sociais o que poderia causar problemas políticos e sociais.

El-Agraa (2007) afirma que a magnitude do aumento no desemprego será determinada tanto pela propensão marginal a importar como pela proporção de consumo de bens *tradables* com relação aos bens *non-tradables*. Na visão do autor, quanto maior for a propensão marginal a importar de um país, menor será o desemprego resultante no caso de um país que renunciou ao controle da sua política cambial. Ademais, caso a propensão marginal a consumir bens domésticos seja maior do que zero, sempre haverá custos de ajuste para uma região que esteja sob o regime de câmbio fixo.

Outro custo relevante para os países que decidem integrar uma união monetária é a limitação doméstica que cada país possui em escolher entre taxa de inflação, desemprego e taxa de juros – a chamada curva de Phillips. Este fato faz com que as preferências nacionais relativas a estes assuntos podem ser prejudicadas também pelo fato de um país relevante política e economicamente, com situação externa superavitária e baixa inflação, pode impor seus objetivos para os demais participantes (JOVANOVIĆ, 2005).

Por fim, Jovanovic (2005) ainda menciona dois ônus decorrentes da integração monetária: a perda da senhoriagem e a migração nos fluxos de capitais de uma região menos próspera para outra mais desenvolvida. Neste caso, espera-se que as localidades prejudicadas pela fuga de capitais sejam compensadas através de algum mecanismo público de transferências dos mais ricos para os mais pobres.

Já pelo lado dos benefícios, Ungerer (1997) afirma que o mais evidente é a redução dos custos de transação no mundo empresarial e as viagens. No mundo dos negócios, não há mais a necessidade de proteger-se contra as oscilações cambiais, não existe também a

necessidade de fazer a contabilidade empresarial em diversas moedas, além disto, as pequenas empresas podem ser beneficiadas por ter um mercado maior à sua disposição. Do ponto de vista das viagens, quando se desloca dentro dos limites geográficos da união monetária, não há necessidade de fazer conversão das moedas pois todos os países utilizam-se de uma moeda única.

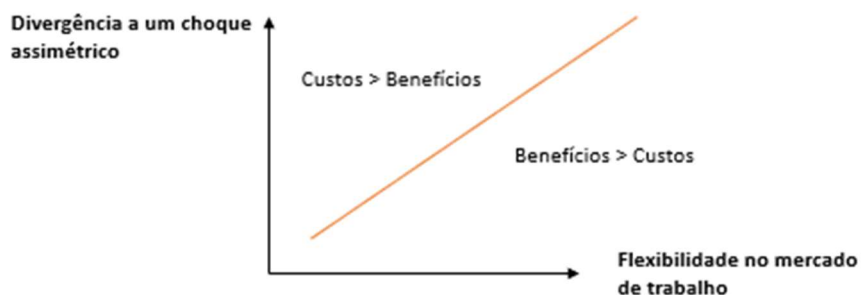
Outra vantagem de participar de uma união monetária é que os países-membros uniriam suas reservas internacionais em prol de uma reserva internacional para o bloco todo. A soma das reservas individuais faria com que as reservas internacionais do bloco atingissem tamanha magnitude tal que quase não houvesse necessidade do seu uso – em uma união monetária, seria improvável que todos os países pertencentes ao bloco incorressem, ao mesmo tempo, em déficits (EL-AGRAA, 2007).

Jovanovic (2005) corrobora com os autores supracitados e acrescenta alguns outros benefícios em fazer parte de uma união monetária. O autor lista as seguintes vantagens:

- a) A união monetária e econômica traz melhorias na integração dos mercados de bens e serviços bem como de fatores de produção;
- b) Dentro de uma união monetária há uma transparência nos preços o que permite sua comparação dentro da área. Isto impulsiona a competição e a especialização nos mercados e serviços *tradables*;
- c) Em uma situação na qual o bloco possui estabilidade de preços, da taxa de câmbio e da taxa de juros, o comércio interno e os fluxos de investimento não são voláteis;
- d) A tomada de decisões dos investidores que normalmente são de longo prazo pode ser feita com grau maior grau de confiança;
- e) Com uma política monetária única e políticas fiscais coordenadas entre os países-membros, há menos distorções no combate de desequilíbrios macroeconômicos.

Uma análise comparativa dos custos e benefícios que advém de uma união monetária pode ser resumida através da figura 2 abaixo.

Figura 2- Custos e benefícios comparados



Fonte: o autor com base em EIJFFINGER e DA HAAN (2000).

Conforme os autores explicam o gráfico acima, há um comparativo entre o grau no qual os países sofrem um choque assimétrico e o quão flexível é o mercado de trabalho em termos de flexibilidade dos salários e da mobilidade da mão de obra. Como já mencionado, quanto maior a divergência, mais custoso será para um país abandonar sua política monetária; quanto mais flexível for o mercado de trabalho, seja em termos de salários, seja em termos de mobilidade do trabalhador, menos custosa será a renúncia da política monetária nacional. Em suma: acima da linha, choques assimétricos são frequentes e grande e o processo de ajuste é frágil de modo que a união monetária é mais custosa do que benéfica; abaixo da linha, a união monetária seria benéfica.

3. INSTITUIÇÕES E HISTÓRIA DA UNIÃO EUROPEIA

3.1 As principais instituições da União Europeia

A União Europeia é uma construção econômico-social *sui generis* na história e não é surpresa que todo seu arcabouço institucional e legislativo seja único. Isto porque o bloco não se configura como uma federação tampouco é um bloco de cooperação intergovernamental. Desta feita, qualquer tipo de comparação das instituições europeias com seus similares nacionais e internacionais é, para dizer o mínimo, imprecisa (EL-AGRAA, 2007; ARCHER, 2008).

A organização institucional e legislativa da União Europeia encontra origem no estabelecimento da *European Coal and Steel Community* (ECSC) em 1951 embora elas só tenham ganho contornos formais com a assinatura do Tratado de Roma em 1957. Watts (2008) afirma que ao longo dos mais de 50 anos na qual a União Europeia foi sendo construída, aparentemente houve poucas mudanças nestas instituições, contudo uma análise um pouco mais pormenorizada nos leva a conclusão de que através de diversas emendas, houve alterações na natureza e em algumas funções.

Ao longo do processo de integração, os países membros foram renunciando seus poderes em determinadas áreas em prol de instituições independentes, supranacionais. Estas foram empoderadas a defender tanto os interesses da União Europeia como um todo bem como dos países membros e, em última análise, de todos os cidadãos europeus que participavam desta jornada. O chamado “triângulo institucional” do bloco constituído pela *European Commission*, pelo *The Council of European Union* e pelo *European Parliament* ilustram estas defesas dos interesses da comunidade (EL-AGRAA, 2007).

De maneira bastante geral, a *European Commission* foi criada para defender os interesses da União Europeia como um todo; o *The Council of European Union* (*Council of Ministers*) através dos ministros que o compõem apoia os interesses dos governantes dos países participantes; por fim o *European Parliament* atua em defesa dos cidadãos europeus que são quem os elegem (EL-AGRAA, 2007).

Jovanovic (2005) aponta que além das três instituições componentes do “triângulo institucional” existem mais quatro relevantes: *The European Council*, *The Court of Justice*, *The Court of Auditors* e *The European Central Bank*. Além destas existe ainda como instituições consultivas o *The Economic and Social Committee* e o *Committee of Regions*. Por fim, mas não menos importante, devemos mencionar também o *European Investment Bank*.

Em virtude das características desta tese e da limitação de escopo, analisaremos com maior riqueza de detalhes as instituições que formam o “triângulo institucional” e o *European Central Bank* – este último será tratado com maiores detalhes no capítulo 5 desta tese. A escolha feita baseia-se na proximidade com o tema e a relevância que estas instituições tiveram ao longo do tempo dentro da proposta que este trabalho se pretende.

3.1.1 European Commission

A *European Commission* é uma das instituições europeias que foram criadas em 1957 na assinatura do Tratado de Roma onde estabeleceu-se a Comunidade Econômica Europeia. Como naquele momento, os seis signatários buscavam a criação de um mercado comum, a criação da *European Commission* serviria para garantir o funcionamento e o desenvolvimento dele.

A *European Commission* é um órgão único dentro do arcabouço institucional da União Europeia pois ao mesmo tempo que é maior do que um secretariado internacional, não chega a ser um governo embora possua muitas características semelhantes a este. Além disto, possui duas dimensões, uma nacional (intergovernamental) e outra europeia (supranacional) que podem em alguns momentos serem conflitantes (EGEBERG, 2007).

El-Agrra (2007) afirma que ao longo dos tratados que consubstanciaram a União Europeia, à *European Commission* foram atribuídas uma grande quantidade de tarefas; estas podem ser sintetizadas em quatro, a saber:

- a) Iniciar uma política europeia através da propositura de uma nova legislação que deverá ser apreciada pelos outros dois integrantes do “triângulo institucional”;
- b) É o braço executivo da União Europeia pois é a responsável pela administração e implementação das políticas do bloco;
- c) Juntamente com a *European Court of Justice* atua como guardião dos tratados europeus aplicando sempre a legislação europeia;

- d) Atua como porta-voz e negociador europeu em acordos internacionais principalmente àqueles ligados ao comércio e a cooperação.

Importante ressaltar que Jovanovic (2005) aponta que o ato de tomar iniciativas das políticas da União Europeia é talvez o mais importante de todo o sistema. Basicamente, a *European Commission* elabora recomendações referentes a casos específicos ou emite pareceres para diretrizes mais gerais de política. É dentro desta atribuição que se verifica que o órgão deve ser totalmente imparcial e livre de influências nacionais, apresentando recomendações ou pareceres que sejam de interesse da União Europeia como um todo e não de um país membro ou um conjunto de Estados.

As funções executivas da *European Commission*, listadas acima, são incumbência do *College of Commissioners* que pode ser considerado o braço político (executivo) do órgão. A composição deste colegiado sofreu alteração recente sendo que até 2004, os países maiores do bloco (Alemanha, Espanha, França e Reino Unido) possuíam dois comissários enquanto os demais componentes da União Europeia possuíam apenas um; a partir de 2004 cada país-membro possui um representante fruto de uma determinação no Tratado de Nice na qual haveria no máximo 27 comissários. (WATTS, 2008).

Os componentes da *European Commission* são todos eleitos pelos governos dos países-membros para um mandato de cinco anos que podem ser renovados. Depois de 1995, todos estes componentes inclusive o presidente escolhido deve ser aprovado pelo *European Parliament*. A *Court of Justice* tem poderes para exonerar um comissário desde que este cometa uma grave infração ou que não mais preencha os requisitos necessários. Já o Parlamento pode exonerar a *European Commission* toda (ARCHER, 2008).

O presidente da *European Commission*, por suposto, possui poderes limitados embora Watts (2008) afirme que é ele quem mais se aproxima como sendo o chefe de governo da União Europeia. Dentre todas as tarefas que o cargo exige algumas merecem destaque como:

- a) Presidir reuniões semanais do Colegiado local onde as propostas são adotadas, políticas são finalizadas e as decisões são tomadas;
- b) Coordenar o trabalho dos comissários para evitar conflitos de interesses entre os comissários (interesses locais, ideológicos) que são contrários aos do presidente;
- c) Representar a *European Commission* junto as outras instituições da União Europeia;

- d) Representar a União Europeia em encontros internacionais como por exemplo as reuniões do G8.

Já as funções administrativas da *European Commission* são compostas por 36 *Directorates-General* (DG) que são o equivalente aos ministérios dos países que abrangem quase que todas as áreas. Cada uma destas diretorias é comandada por um diretor geral que tem abaixo dele um diretor seguido de um chefe de divisão; cada comissário tem o seu gabinete no qual estão alocados a equipe por ele escolhida e que normalmente são seus conterrâneos – na ausência do comissário, o chefe de gabinete poderá representá-lo nos encontros semanais (EL AGRAA, 2007).

Dentro destas DG's existe uma que interessa bastante para o escopo do presente trabalho que é aquela relacionada às questões orçamentárias da União Europeia. Esta é responsável pela elaboração do Orçamento anual da União Europeia e pelo gerenciamento de todas as finanças do bloco o que inclui os diversos fundos estruturais (WATTS, 2008).

Esta atribuição não é isolada, exclusiva da *European Commission*. Após a sua elaboração, o projeto de orçamento é enviado ao *The Council of European Union* que decidirá através de votação por maioria qualificada se acata ou não e transmite a peça ao *European Parliament*. Nesta casa, o projeto orçamentário poderá ser aprovado ou fazer emenda através de votação; existe também a possibilidade de o Parlamento rejeitar o projeto e solicitar um novo. A principal atribuição do orçamento europeu é a redistribuição de recursos entre os países do bloco (D'ARCY, 2002).

3.1.2 The council of european union

O *The Council of European Union* (doravante *The Council*) é o nome dado a partir do Tratado da União Europeia (1992) da fusão dos três Conselhos de Ministros – um da *European Coal and Steel Community*, um da *European Economic Community* e outro da *Euratom* – que havia ocorrido em 1965. O órgão então é o reflexo dos três pilares da União Europeia e, portanto, suas atividades estão vinculadas a estes pilares (EL-AGRAA, 2007).

Lewis (2007) afirma que o *The Council* é o epicentro dentro do centro decisório da União Europeia e é através dele que são elaboradas as políticas (processo legislativo) dentro do bloco. Conforme o autor, embora seja uma instituição europeia, ela foi

projetada para representar os países-membros e tem papel central para negociações e diplomacia entre os Estados. Portanto, configura-se como um órgão intergovernamental.

Com relação as suas principais responsabilidades, El-Agraa (2007) resume-as em seis. São elas:

- a) É o principal órgão legislativo dentro da União Europeia, embora em muitos setores faz atuação conjunta com o *European Parliament* no que é conhecido como “procedimento de co-decisão”;
- b) Coordena as políticas econômicas gerais dos países pertencentes ao bloco;
- c) Conclui acordos internacionais;
- d) Possui autoridade, juntamente com o *European Parliament*, para interferir no orçamento;
- e) Tomar as decisões necessárias para implementar o *Common Foreign and Security Policy* (CFSP) o chamado Pilar II da União Europeia;
- f) Coordenar as atividades dos países-membros bem como adotar as medidas do *Justice and Home Affairs* (JHA) o chamado Pilar III da União Europeia.

The Council não tem uma composição de integrantes fixa como a *European Commission* pois pode incluir uma enorme variedade de ministros² embora apenas um de cada país tem direito a voto; é comum a presença de representantes do Ministério das Finanças de cada país nos diversos conselhos existentes dado que as discussões, em muitas das vezes, são sobre assuntos que envolvem grande montante de recursos. A presidência do órgão é rotativa, tem duração de seis meses e é ocupada cada vez por um representante de um país diferente (JOVANOVIĆ, 2005).

Archer (2008) afirma que há nove formações dentro do *The Council* que envolvem praticamente todas as áreas possíveis.

- a) *General Affairs and External Relations (GAER)*: normalmente é composto pelos ministros das Relações Exteriores;
- b) *Economic and Financial Affairs (ECOFIN)*: composto pelos ministros das Finanças dos países-membros;
- c) *Agriculture and Fisheries*;
- d) *Transport, Telecommunications and Energy*;
- e) *Competitiveness*;

² Por exemplo, quando *The Council* vai debater sobre assuntos ligados à agricultura, ele será composto pelos Ministros da Agricultura de cada país.

- f) *Justice and Home Affairs*: composto pelos ministros do interior de cada Estado;
- g) *Environment*;
- h) *Education, Youth and Culture*;
- i) *Employment, Social Policy, Health and Consumer Affairs*.

As reuniões do *The Council* recheadas de burocratas com destaque para os dois grandes grupos: o secretariado geral e o *Council of Permanent Representatives of Member States* (COREPER). Enquanto o primeiro tem papel mais ligado a mediação das negociações e na elaboração de compromissos, o COREPER é fundamental em todo o processo legislativo do bloco pois é o principal elo vinculativo entre as instituições da União Europeia e os governos nacionais – daí ele ser composto pelos embaixadores dos países-membros (WATTS, 2008).

Com relação ao sistema de votação dentro do *The Council*, as decisões podem ser tomadas por unanimidade, maioria de votos simples (14 países-membros votam a favor) e maioria de votos qualificadas (55% dos países-membros que representam pelo menos 65% da população da União Europeia) sendo que esta última é a predominante. Quando isto ocorre, cada país pertencente ao bloco tem uma quantidade de votos estabelecidas; este número pode visto na tabela 1 abaixo:

Tabela 1 Distribuição Geográfica dos votos no The Council

Países	Quantidade de votos
Alemanha, França e Itália	29 votos cada
Espanha e Polônia	27 votos cada
Romênia	14 votos
Holanda	13 votos
Bélgica, Grécia, Hungria, Portugal e República Checa	12 votos cada
Áustria, Bulgária e Suécia	10 votos cada
Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Lituânia e Eslováquia	7 votos cada
Chipre, Estônia, Letônia, Luxemburgo e Eslovênia	4 votos cada
Malta	3 votos

Fonte: WATTS (2008) – adaptado.

3.1.3 The european parliament

O *European Parliament* (EP) talvez seja a instituição europeia que mais se modificou desde o começo do processo de integração nos idos 1951. Criado em 1952 como sendo a *Common Assembly* da *European Coal and Steel Community* (ECSC) não teria papel relevante dentro do projeto que integração europeia que havia sido iniciado; assim sendo, suas responsabilidades eram bastante limitadas e específicas – por exemplo discutir e avaliar políticas e exonerar a *High Authority*³ por má gestão. A pouca relevância do órgão residia no fato dele ser apenas consultivo sem nenhuma atribuição legislativa bem como seus membros não eram eleitos por sufrágio universal e sim por indicações políticas (SCULLY, 2007).

Somente na década de 1970 que a *Common Assembly* começa a ganhar novas e importantes atribuições moldando a instituição para algo mais próximo a um Parlamento. El-Agraa (2007) afirma que no ano de 1970, a *Common Assembly* adquiriu poderes relacionados à questão orçamentária do bloco; já em 1975 ela passou a ter poderes sobre provisões financeiras. À medida em que o processo de integração ganhava fôlego, a instituição que viria a ser o Parlamento Europeu ganhava novas atribuições.

Ainda na década de 1970, Watts (2008) aponta que em uma reunião do *European Council* em 1974 em Paris decidiu-se colocar em prática algo que já havia sido estabelecido no Tratado de Roma: os membros do Parlamento Europeu deveriam serem eleitos através de votação direta e não mais serem nomeados por políticos. A primeira eleição direta se realizaria em 1979 o que asseguraria maior legitimidade ao órgão; contudo não houve aumento nos seus poderes. Esse passo assegurou que o Parlamento seja a única instituição europeia com eleições diretas.

As etapas seguintes do processo de integração que foram cruciais para a formação da União Europeia também foram fundamentais para a transformação que o Parlamento sofreu, aumentando sensivelmente sua importância dentro do bloco. Sua autoridade começou a aumentar a partir da assinatura do *Single European Act* em 1986 e foi reforçada pelos tratados de Maastricht (1991) e Amsterdã (1997) o que garantiu ao órgão sua faceta legislativa além fortalecer seu viés democrático (JOVANOVIC, 2005).

O já referido “procedimento de co-decisão”, momento no qual o *European Parliament* age em conjunto com *The Council* formulando e/ou adotando alguma legislação que tenha sido formulada pela *European Commission*. Quando este é o caso,

³ A *High Authority* é a precursora da *European Commission*.

ambas as instituições possuem o mesmo peso decisivo e quando convergem resultam na adoção dos atos conjuntos; caso haja divergência entre as duas autoridades pode ser formado um comitê de conciliação para que se chegue a um resultado comum (EL-AGRAA, 2007).

Watts (2008) salienta que o *European Parliament* possui diversas funções que vão desde ser uma instituição que supervisiona a União Europeia, mas também ser um órgão legislativo e orçamentário. O autor acresce ainda que estão também entre as funções do *European Parliament* o direito de votar caso um país deseje entrar no bloco e o direito de ser consultado pelo *The Council* caso algum país deseje apenas se associar à União Europeia, o poder de vetar ou propor emendas a propostas feitas pelo *The Council* em assuntos ligados ao mercado único e, por fim, a mais importante segundo o autor, o poder de rejeitar o orçamento da União Europeia na sua íntegra ou fazer emendas em qualquer parte que não esteja relacionada ao que está previsto pelo Tratado da União Europeia.

Atualmente são 705 membros do *European Parliament* e eles são eleitos para um mandato de cinco anos sendo que todos os países pertencentes à União Europeia possuem representantes, estes relacionados ao tamanho da população do país; esta é uma forma de tentar trazer um componente ainda mais democrático ao órgão. A tabela 2 mostra como está a atual distribuição geográfica dos membros do *European Parliament*.

Tabela 2 Distribuição Geográfica dos representantes do European Parliament

Países	Quantidade de parlamentares
Alemanha	96
França	79
Itália	76
Espanha	59
Polônia	52
Romênia	33
Holanda	29
Bélgica, Grécia, Hungria, Portugal, República Checa e Suécia	21 cada
Áustria	19
Bulgária	17
Dinamarca, Eslováquia e Finlândia	14 cada
Irlanda	13

Croácia	12
Lituânia	11
Eslovênia e Letônia	8 cada
Estônia	7
Chipre, Malta e Luxemburgo	6 cada

Fonte: Parlamento Europeu (2021).

Uma característica interessante do European Parliament é que os políticos eleitos são organizados dentro do órgão conforme sua identificação política e não com relação ao seu país de origem; isto, no entanto, não inibe que os componentes nacionalistas dos parlamentares não fiquem em evidência. Para formar estes grupos são necessários por 19 políticos de pelo menos 5 países diferentes e uma vez que um parlamentar pertença a um grupo, ele não poderá pertencer a mais nenhum outro (EL-AGRAA, 2007).

3.2 Aspectos históricos da integração europeia

Os movimentos de integração econômica e união monetária dentro da Europa se confundem, em muitos momentos, com a própria história do continente desde pelo menos a desintegração do Império Romano do Ocidente no ano de 476. As motivações para buscar-se este tipo de integração variavam desde a simples facilitação do comércio entre regiões, à prevenção de guerras e até mesmo a centralização e formação de países.

El-Agraa (2007) afirma que as primeiras ideias de união do continente europeu podem ser encontradas no século XIV. Pierre Dubois baseando-se na crença de um reino único de cristãos propunha uma Confederação Europeia que seria governada por um *European Council* composto por sábios. Já no século XVII, o desejo por uma Europa unida decorria da tentativa de se criar um continente sem guerras; no século XIX autores como Proudhon escreviam em favor de uma Federação Europeia.

Einaudi (2000) é mais específico e faz distinção entre as integrações monetárias que já haviam ocorrido dentro do continente. Para o autor houve dois tipos de movimentos de união: por um lado, houve uniões monetárias supranacionais feitas por livre e espontânea vontade de estados soberanos como foram os casos da União Monetária Latina, União Monetária Escandinava e a União Monetária da Alemanha; por outro lado houve aquelas unificações políticas nacionais que foram seguidas da introdução de uma moeda única que foram os casos do surgimento do franco suíço, da lira italiana e do marco alemão.

Jovanovic (2005) afirma que já no século XX, no interregno entre as duas grandes guerras mundiais, novas propostas de integração europeia foram propostas. O autor cita a proposta de Richard Coudenhove-Kalergi em 1923 para a constituição de uma Pan-União Europeia e o movimento europeu de 1926 que reuniu aproximadamente 200 pessoas de 24 países do continente em um Congresso em Viena e aprovaram um Manifesto Pro Europeu – dentre outros objetivos havia uma união aduaneira, uma moeda comum, alianças militares e proteção de minorias. Percebe-se que este manifesto em prol da unificação do continente continha basicamente todos os elementos que consagraram a formação da União Europeia moderna: facilitação do comércio e manutenção da paz.

3.2.1 As origens da integração (1945-1957)

O término da Segunda Guerra Mundial marcou um ponto de inflexão dentro das relações econômicas e políticas no âmbito da economia mundial. O mundo, tal qual era conhecido antes do conflito mundial, acabara; emergia uma nova ordem global. Este novo sistema seria calcado em três pilares: a consolidação da hegemonia dos Estados Unidos, o predomínio das relações interestatais com a criação de um sistema multilateral e o surgimento da Guerra Fria. Esta tríade refletiu sobremaneira no processo de integração da Europa (PECEQUILO, 2014).

Watts (2008) acrescenta ainda que a configuração atual da União Europeia é derivação de um projeto de criar uma estrutura para o continente idealizada pelos chefes de Estado das principais potências mundiais após o fim do conflito. Esta “nova” Europa seria embasada na paz entre as nações, na cooperação política, recuperação econômica e expansão do comércio internacional; em suma, deveria haver progresso em três grandes áreas: militar, econômica e política.

Importante salientar o papel dos Estados Unidos no tabuleiro geopolítico após 1945. O país era a única potência econômica hegemônica, mas dividia tal status com a União Soviética, no que se refere a poderio militar; ambos os países tinham um interesse em comum: o continente europeu. Isto ficou claro nas conferências de Ialta e Potsdam onde as potências dividiram as zonas de influência dentro da Europa entre o Oeste (Estados Unidos) e Leste (União Soviética).

Os aliados perceberam, ao final do conflito, que a maior fonte de perigo militar seria a União Soviética e não um possível rearmamento da Alemanha. O poderio de guerra russo era muito superior ao de Inglaterra e França o que colocava a Europa Ocidental em situação de extrema vulnerabilidade em caso de um ataque visto do Leste. Em março de

1947, França e Inglaterra assinaram o Tratado de Dunkirk que significava uma aliança de cinquenta anos de ajuda mútua em caso de ataque alemão; com a adesão de Bélgica, Holanda e Luxemburgo no ano seguinte, este grupo de países compuseram a chamada *Western Union*⁴ que foi estabelecida com intuito de proteção contra a União Soviética (WATTS, 2008).

Em 1949, a *Western Union* deu um passo ambicioso em termos de expansão com a incorporação de países como a Itália (que havia sido do Eixo na Segunda Guerra), Noruega, Portugal, Islândia e Dinamarca; do outro lado do oceano Atlântico, houve a integração dos Estados Unidos e do Canadá. A reunião de todos estes países configurou-se na Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN)⁵, órgão cujo objetivo é fornecer auxílio militar a qualquer um dos seus membros em caso de ataque a ele (EL-AGRAA, 2007).

Do ponto de vista político, o ponto de partida para as discussões de uma integração europeia, quiçá uma federação, se deu em 1948 com o Congresso da Europa realizado na cidade holandesa de Haia com a presidência de Winston Churchill. Embora naquela ocasião não tenha sido construído nada concreto, o simples fato de os países europeus reunirem-se em prol de discutir um futuro comum a todos deve ser considerado um passo na direção da integração. Ademais, plantou-se sementes para a criação do *Council of Europe* em 1949 (URWIN, 1995).

Já do ponto de vista econômico, o passo inicial, tímido com relação aos envolvidos, mas ambicioso com relação ao escopo, foi a proposta em 1944 de criação de uma área de livre comércio entre Bélgica, Holanda e Luxemburgo – Benelux. Em 1947, chegou-se a um acordo de união aduaneira entre estes países que entrou em vigor no ano seguinte. A ambição do projeto serviu como incentivo para maior cooperação entre os países do continente uma vez que este passo tinha características puramente de integração ao passo que outros movimentos já adotados permaneciam no âmbito de ações intergovernamentalista (WATTS, 2008).

Em âmbito mais continental, caminhando em direção a integração da Europa, em 1947 houve o estabelecimento da *Economic Commission for Europe* (ECE) em Genebra como um braço regional das Nações Unidas (NU). O objetivo desta comissão era iniciar

⁴ *Western Union* é o mesmo que *Brussels Treaty Organization* (BTO) ou Pacto de Bruxelas.

⁵ Foram incorporadas a OTAN: Grécia e Turquia (1952), Alemanha Ocidental (1955), Espanha (1982), República Checa, Hungria e Polônia (1997) e Bulgária, Estônia, Letônia, Lituânia, Romênia, Eslováquia e Eslovênia (2004) (EL-AGRAA, 2007).

e participar de todo tipo de medidas que tivessem como meta a reestruturação econômica do continente (EL-AGRAA, 2007).

Como aludido anteriormente, não se pode deixar de lado o papel que os Estados Unidos tiveram neste processo. A consolidação da hegemonia dos Estados Unidos, do ponto de vista econômico, segundo Varoufakis (2016), se dá pelo fato do país sair do conflito mundial como o maior credor e que desde a consolidação do capitalismo como organização econômica, era a primeira vez em que o comércio mundial era realizado em uma única moeda, o dólar norte-americano, e o mundo era financiado apenas por um centro financeiro, Nova Iorque ilustrada na figura de Wall Street. O autor acrescenta ainda que o acordo de Bretton Woods que remodelou a economia e as finanças internacionais foi moldado conforme os desejos e as ambições dos Estados Unidos, o que só reforçava sua hegemonia.

Essa posição econômica dos norte-americanos fazia com que a relação comercial bilateral entre Estados Unidos e Europa Ocidental não se vislumbrava uma correção no curto prazo em virtude da posição crítica que o continente europeu se encontrava no imediato pós-guerra. A situação ganhava contornos mais dramáticos pois havia uma enorme fuga de capitais dos países europeus, algo em torno de um bilhão de dólares ao ano. Ambos os fatores, em conjunto, aumentavam o caos que a Europa Ocidental se encontrava e punha em risco toda a estratégia que os Estados Unidos haviam pensado para o continente europeu quando do armistício. Por um lado, este desequilíbrio comercial e financeiro na Europa colocava em risco a manutenção do fluxo exportador dos norte-americanos para o velho continente e isto era visto como uma ameaça ao crescimento e ao pleno emprego nos Estados Unidos; por outro lado as dificuldades da Europa produzia um dilema: aumento do controle estatal em atividades econômicas vitais (contrassenso com relação as ideias norte-americanas) ou ajustes recessivos e toda sorte de consequências que isto poderia resultar (CRUZ, 2017).

A situação da balança comercial da Europa Ocidental frente aos Estados Unidos culminou na chamada “escassez de dólares” no qual em decorrência da elevada demanda europeia por produtos norte-americanos não havia dólares suficientes para atender essa necessidade. Para mitigar a “escassez de dólares” muitos países adquiriram Libra esterlina para posterior conversão em dólares o que fez com que o Reino Unido colocasse um fim na tentativa que vinha fazendo de restaurar a convertibilidade externa da Libra esterlina (UNGERER, 1997).

As dificuldades da “escassez de dólares” estimulavam, por outro lado, o comércio entre os países da Europa Ocidental além da realização de pagamentos através de mecanismos bilaterais; esta realidade, contudo, era muito distante da livre convertibilidade requerida e desejada pelas economias europeia para que não houvesse a rápida e constante drenagem das reservas internacionais dos países (ouro e dólares). A convertibilidade seria fundamental para que as economias europeias emergissem dos escombros que a Segunda Guerra Mundial havia deixado (COFFEY; PRESLEY, 1971).

A “escassez de dólares” está intimamente ligada ao ressurgimento e expansão dos partidos socialistas/comunistas na Europa Ocidental. A lenta recuperação da produção industrial e agrícola nos países do Velho Continente tornava a oferta de produtos limitada; já as necessidades (demanda) dos europeus eram enormes. O resultado disto era uma enorme inflação⁶. Os desequilíbrios na balança comercial entre Europa Ocidental e Estados Unidos provocava o fortalecimento do dólar norte-americano e o enfraquecimento das moedas europeias, situação que reforçava o problema inflacionário. Parecia que a economia europeia não tardaria a colapsar (PRENTZAS, 2011).

O desalento tomava conta do sofrido povo europeu fazendo com que muitos deles perdessem suas crenças nos seus governantes e nas suas moedas – consternação política e econômica. Por outro lado, o “charme” do comunismo com promessas de estabilidade econômica, igualdade e paz, começava a atrair a atenção destes desiludidos. Os comunistas também foram importantes no combate ao nazismo o que reforçava esse fascínio. Por outro lado, as frustrações com o capitalismo não apenas com aquele momento do pós-guerra; o capitalismo europeu sofria questionamentos desde a Grande Depressão da década de 1930 (PRENTZAS, 2011).

O governo norte-americano temia que a sedução socialista conquistasse o ocidente europeu como fizera na porção oriental do continente; a percepção à época é que a vitória nos campos de batalha não tinha sido suficiente para garantir tanto a democracia como o capitalismo – economias baseadas no livre mercado – na porção ocidental. Para tanto, criou-se a chamada Doutrina Truman que marca o início da Guerra Fria estabelecendo que a política externa dos Estados Unidos teria a preocupação de conter os avanços tanto da União Soviética como do comunismo bem como a difusão dos valores liberais aos aliados (PRENTZAS, 2011; PECEQUILO, 2014).

⁶ Prentzas (2011) aponta que a inflação na França em 1946 foi de 80%.

No entanto, a Europa Ocidental não se encontrava em situação política, econômica e social para tomar as rédeas destas ações regionais; isto dependeria de um aliado externo que reunia todas as condições para encabeçar a reconstrução do continente destruído e organizar da melhor maneira o ambiente econômico da região: os Estados Unidos.

O ambiente de paz que finalmente habitava o continente europeu contrastava com perturbações de ordem econômica e política em âmbito mundial. Com relação à economia, a questão cambial britânica – desvalorização da libra esterlina e eliminação da possibilidade de plena convertibilidade – e a escassez generalizada de dólares na Europa Ocidental era uma preocupação imediata. No *front* político, a ruptura declarada entre o bloco ocidental e a União Soviética, aumentava as incertezas e os temores (CRUZ, 2017).

É este o contexto geoeconômico e geopolítico que se encontrava o mundo quando George Marshall, recém escolhido Secretário de Estado pelo presidente norte-americano Harry Truman, foi convidado a receber um diploma honorário na Universidade de Harvard no dia 5 de junho de 1947. O militar acreditava que aquela ocasião seria a ocasião mais apropriada para anunciar a proposta de política externa dos Estados Unidos que acabariam por mudar o curso do mundo (PRENTZAS, 2011).

A grande preocupação naquele momento com o continente europeu eram as enormes dificuldades econômicas, políticas, sociais e humanas. Por isto, o discurso que ele se propôs a fazer era praticamente todo direcionado à recuperação do continente. Nas palavras de Marshall (1947):

The truth of the matter is that Europe's requirements for the next three or four years of foreign food and other essential products—principally from America—are so much greater than her present ability to pay that she must have substantial additional help, or face economic, social and political deterioration of a very grave character. The remedy lies in breaking the vicious circle and restoring the confidence of the European people in the economic future of their own countries and of Europe as a whole. The manufacturer and the farmer throughout wide areas must be able and willing to exchange their products for currencies the continuing value of which is not open to question. Aside from the demoralizing effect on the world at large and the possibilities of disturbances arising as a result of the desperation of the people concerned, the consequences to the economy of the United States should be apparent to all. It is logical that the United States should do whatever it is able to do to assist in the return of normal economic health in the world, without which there can be no political stability and no assured peace. Our policy is directed not against any country or doctrine but against hunger, poverty, desperation and chaos. Its purpose should be the revival of a working economy in the world so as to permit the emergence of political and social conditions in which free institutions can exist. (MARSHALL, 1947, p. 4-5).

Marshall (1947) ainda assinalava uma importante condição para que os Estados Unidos concedessem auxílio financeiro para a Europa: que a iniciativa de buscar tais

recursos deveria partir da Europa e que o papel dos Estados Unidos seria auxiliar os países no desenvolvimento dos programas europeus e apoiá-los durante a execução deles enquanto isto fosse prático para os norte-americanos em realizar.

Em suma: as nações europeias deveriam se organizar e estabelecer os seus programas de recuperação e reconstrução do continente. Os Estados Unidos estariam à disposição para fornecer auxílio financeiro além de poder ajudar na execução dos programas. Os países europeus, deixava claro o representante norte-americano, deveriam assumir as responsabilidades decorrentes dos esforços para a reconstrução (PRENTZAS, 2011).

Para melhorar organizar estes recursos, em 16 de abril de 1948 a partir da *Convention for European Economic Co-Operation* no qual se estabeleceu a *Organization for European Economic Cooperation* (OEEC) que teria sua sede na capital francesa, Paris. Participariam desta organização todos os países a oeste da Cortina de Ferro com exceção da Espanha, Finlândia; a Alemanha Ocidental, ainda sob domínio dos aliados, seria representada pelos comandantes militares que chefiavam a região⁷ (UNGERER, 1997).

A criação a OEEC finalmente mostrava um interesse dos países europeus em trabalharem juntos para a reconstrução do continente e surgia como uma resposta ao *American Aid Program* e buscava auxiliar a *Economic Cooperation Administration* que na realidade funcionava como braço executivo dos Estados Unidos na busca por alocar da melhor maneira possível ajuda dentro da Europa Ocidental. A *Economic Cooperation Administration* foi muito importante pelo apoio que ela dava à *European Economic Co-operation*. Desta forma seria possível fazer, de maneira mais eficiente, o elo entre os recursos financeiros provenientes da ajuda norte-americana com o comércio intra europeu e as questões ligadas aos pagamentos (COFFEY; PRESLEY, 1971).

A criação da OEEC tinha um objetivo muito claro: liberalização do comércio, dos serviços, da movimentação de capitais entre os países participantes e na medida do possível com outros países de fora da Europa Ocidental além de buscar manter a estabilidade em suas moedas bem como a confiança nas suas moedas; isto era uma tentativa de mitigar ou atenuar os recorrentes problemas de balanço de pagamentos além da romper com as barreiras que promoviam a redução do fluxo comercial intrarregional que tornou-se a tônica do comércio no imediato pós-guerra (UNGERER, 1997).

⁷ A Alemanha Ocidental foi incorporada à organização assim que teve governo próprio e isto ocorreu em setembro de 1949 (UNGERER, 1997).

Após sucessivas negociações conduziram a *European Payment Union* em 19 de setembro de 1950, com efeito retroativo para o dia 01 de julho daquele mesmo ano e duração de dois anos, até junho de 1952. A composição desta organização era a mesma da *Organization for European Economic Cooperation*, sua administração era executada por sete especialistas independentes e as decisões finais ficavam a cargo do Conselho da OEEC (COFFEY; PRESLEY, 1971; UNGERER, 1997).

A criação de uma Câmara de Compensação buscava eliminar os problemas econômicos que assombravam a Europa Ocidental desde o que a paz foi selada em 1945: restrições cambiais, comerciais, discriminação no comércio internacional e uso corrente de acordos bilaterais. Ao mesmo tempo, vislumbrava-se o estabelecimento de um sistema multilateral de pagamentos intra europeu além de aguçar a responsabilidade de assumir políticas econômicas que pudessem corrigir desequilíbrios do comércio regional nos países pertencentes à Câmara de Compensação, reduzindo a dependência que os países possuíam de linhas de crédito (DE VRIES, 1969; COFFEY; PRESLEY, 1971).

Quando comparamos à EPU com os mecanismos prévios que buscavam fomentar e facilitar o comércio dentro da Europa Ocidental, são nítidas duas características fundamentais concernentes à EPU: a primeira foi a substituição das compensações de primeira e segunda categoria por mecanismos multilaterais de compensação dentro da União; já a segunda foi o abandono do sistema bilateral de direitos de saques e no seu lugar as provisões financeiras eram feitas através do estabelecimento de saldos líquidos multilaterais também dentro da União. Isto resultou em na atenuação tanto das práticas discriminatórias de comércio internacional junto aos países credores como as restrições comerciais de maneira mais geral; o desfecho foi a expansão competitiva e saudável do comércio intra europeu (COFFEY; PRESLEY, 1971).

O funcionamento da *European Payment Union* era parecido com a proposta de Keynes ainda nos preparativos para os acordos de Bretton Woods, quando o autor britânico havia sugerido a criação da *International Clearing Union*. Institucionalmente a EPU funcionaria em conjunto com a atuação dos Bancos Centrais nacionais e o *Bank of International Settlements* (BIS). A versão europeia funcionaria da seguinte maneira: mensalmente os Bancos Centrais dos países eram obrigados a reportar ao BIS as posições do seu país com os outros países membros em relação aos saldos do comércio internacional; desta maneira o BIS conseguiria contrabalancear os déficits e superávits bilaterais de cada participante. As transações dentro da EPU eram expressas em uma unidade de conta própria, baseada na taxa de câmbio em dólar que cada país mantinha

junto ao Fundo Monetário Internacional. Desta forma, os países se tornavam devedores ou credores com relação a EPU e não entre eles (COFFEY; PRESLEY, 1971; UNGERER, 1997).

A criação da EPU foi extremamente benéfica dentro da Europa Ocidental seja pela intensificação do comércio intrarregional, seja pelo alívio proporcionado pela escassez de dólares dentro da região. No entanto, não se deve perder de vista que, por exemplo, no primeiro ano de funcionamento, os déficits bilaterais não chegaram a atingir o montante de US\$ 3,2 bilhões dos quais 67% foram cancelados automaticamente sendo que o restante foi financiado com ajuda dos Estados Unidos (maioria do montante) e uma pequena parcela foi financiada com o ouro depositado na EPU pelos países participantes. O problema estrutural do balanço de pagamentos europeu, qual seja o déficit crônico junto aos Estados Unidos, permanecia em aberto (CRUZ, 2017).

Os desejos de união entre os países da Europa teriam que superar um obstáculo que talvez fosse o mais difícil: a rivalidade histórica entre diversos países, principalmente aquela entre França e Alemanha que apesar de ser bastante antiga, os recentes eventos (Primeira e Segunda Guerras Mundiais) ainda tinham deixado feridas abertas e de difícil cicatrização. A vitória aliada abria oportunidades para a França buscar algum tipo de vantagem da frágil posição que a ocupada Alemanha se encontrava.

Os países sabiam que a Alemanha não ficaria ocupada eternamente e que era uma questão de tempo até que o povo alemão voltasse a escolher seus representantes. À semelhança dos seus pares no continente, a economia alemã começava a dar mostras de recuperação e isto ligava o sinal de alerta entre os países aliados: a recuperação manufatureira do país por um lado poderia significar um importante reforço e escudo ao ocidente com relação a eventuais investidas dos países comunistas; por outro lado, uma Alemanha forte do ponto de vista industrial trazia à memória um país que por duas vezes havia irrompido em conflitos. Para contornar estas questões, os países aliados criaram em 1949 a *International Ruhr Authority* cujo objetivo seria o controle da produção e distribuição de carvão, aço e coque como forma de manter sob controle a indústria pesada alemã (JOVANOVIC, 2005).

O francês Jean Monnet era um dos principais entusiastas da unificação do continente europeu. Apesar de nunca ter sido eleito para um cargo político, possuía bom trânsito nos governos europeus e dos Estados Unidos. Acreditava que seria necessária a harmonização das indústrias pesadas (carvão, ferro e aço) de França e Alemanha para que a paz fosse alcançada de maneira definitiva; esta ideia também era

compartilhada pelo ministro das Relações Exteriores do país, Robert Schuman (WATTS, 2008).

Monnet foi o responsável por esboçar a proposta de unificar as indústrias de carvão e aço dos países da Europa Ocidental sob a tutela de uma Alta Autoridade supranacional que eliminaria os controles das autoridades nacionais sobre estes setores da economia. O governo francês aprovou a proposta em 09 de maio de 1950 a proposta que criaria a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) e contava com o apoio de Konrad Adenauer, então Chanceler da Alemanha Ocidental. Obviamente que renunciar à soberania produtiva ligada aos principais setores da indústria dos dois países em prol de uma autoridade supranacional significaria atingir objetivos maiores: para a França significaria, de certa forma, ter maior controle sobre a indústria pesada alemã enquanto para os alemães significaria emergir da submissão imposta pela derrota na guerra a um patamar de igualdade com seus pares europeus (JOVANOVIC, 2005).

Coube a Robert Schuman fazer a sua “Declaração”⁸ que pode ser compreendida como o passo inicial para a atual integração europeia. Segundo Schuman (1950):

World peace cannot be safeguarded without the making of creative efforts proportionate to the dangers which threaten it. The contribution which an organised and living Europe can bring to civilisation is indispensable to the maintenance of peaceful relations [...] Europe will not be made all at once, or according to a single plan. It will be built through concrete achievements which first create a de facto solidarity. The coming together of the nations of Europe requires the elimination of the age-old opposition of France and Germany [French Government] proposes that Franco-German production of coal and steel as a whole be placed under a common High Authority, within the framework of an organisation open to the participation of the other countries of Europe. The pooling of coal and steel production should immediately provide for the setting up of common foundations for economic development as a first step in the federation of Europe, and will change the destinies of those regions which have long been devoted to the manufacture of munitions of war, of which they have been the most constant victims. The solidarity in production thus established will make it plain that any war between France and Germany becomes not merely unthinkable, but materially impossible. The setting up of this powerful productive unit, open to all countries willing to take part and bound ultimately to provide all the member countries with the basic elements of industrial production on the same terms, will lay a true foundation for their economic unification [...] By pooling basic production and by instituting a new High Authority, whose decisions will bind France, Germany and other member countries, this proposal will lead to the realisation of the first concrete foundation of a European federation indispensable to the preservation of peace.

Estava estabelecido naquele momento o ponto de partida do mais ambicioso projeto político e econômico que o mundo conhecia até aquele momento. A união inicial

⁸ A “Declaração de Schuman” foi proferida pelo ministro francês de mesmo nome no dia 09 de maio de 1950 e é considerado o marco inicial da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA)

entre dois países rivais, renunciando os interesses particulares das nações em prol de um desejo maior e mais profundo em âmbito supranacional, marcou o início do processo de Integração Econômica e Monetária da Europa.

A aprovação do plano de Schuman e o posterior discurso dele é talvez o momento mais marcante do início da integração do continente europeu. Mesmo que a proposta da criação da *European Coal and Steel Community* (ECSC) só viesse a entrar em atividade em 1951, pontapé inicial tinha sido dado; e mais simbólico talvez seja o fato de que o início do processo tenha sido dado por um acordo em dois antigos e até então eternos rivais.

A formação da ECSC pelos seis signatários, chamados pelas autoridades norte-americanas de *Little-Europe* contava com apoio irrestrito dos Estados Unidos. Em primeiro lugar, a criação de um mercado comum com movimento livre de bens e de capital, era uma proposta totalmente alinhada aos preceitos liberais o que diminuía a possibilidade de que estes mesmos integrantes adotassem políticas antiliberais nas relações comerciais com terceiros. A participação da Alemanha, na visão dos Estados Unidos, definitivamente fincava o país no Ocidente do continente, permitindo aos alemães que se beneficiassem deste mercado além reforçar militarmente o bloco (BLOCK, 1977).

Ao colocar a proposta franco-germânica sob escrutínio, deve-se ter em mente que ela não vislumbrava a nacionalização ou internacionalização dos meios de produção ligados à indústria pesada; o objetivo seria a criação de um mercado comum através da remoção de impostos aduaneiros, de quotas de importações ou impedimentos à movimentação de capital e/ou de fatores de produção. Os países participantes deste mercado comum teriam igual acesso aos produtos das indústrias que participaram da união independentemente da localização além de ser proibida qualquer restrição ao produto em decorrência da sua nacionalidade (EL-AGRAA, 2007).

Estas medidas visavam o crescimento econômico e o crescimento do nível de emprego além da melhoria nos padrões de vida dos países pertencentes à ECSC. Os países integrantes propuseram um período de 5 anos de transição em dois estágios para que houvesse adequação na distribuição da produção pelos países, os preços e do padrão do produto. No primeiro estágio, a ECSC deveria eliminar as tarifas e outras restrições que pudessem impedir o comércio; após isto seria implementado, de fato, o mercado comum. Para tanto, seria necessário a criação de uma autoridade supranacional que supervisionasse as políticas dos países em prol da união (URWIN, 1995).

As questões de segurança externa são fundamentais no processo de integração europeu e a guerra na península da Coreia em 1950, foi um fator decisivo. A erupção do conflito asiático fez com que os Estados Unidos tivessem que deslocar boa parte da sua força militar para lá, sugerindo aos aliados europeus que eles aprofundassem a integração e ampliassem os gastos com a sua própria segurança, reduzindo a dependência da proteção norte-americana. Contudo, os países europeus, com destaque a França, temiam que a Alemanha fosse capaz de se rearmar e formar um exército próprio – o país era contrário ainda a entrada na OTAN dos alemães. Na realidade a ideia francesa, externada pelo seu primeiro-ministro René Pleven, era a construção de um exército europeu onde cada país faria sua contribuição, inclusive a Alemanha. O Reino Unido era entusiasta da ideia, mas não desejava fazer parte desta iniciativa. (EL-AGRAA, 2007).

As discussões começaram ainda em 1951 com a proposta de criação da *European Defence Community* (EDC) em paralelo à criação da *Joint Defence Commission, Council of Ministers, Parliamentary Assembly* e a *Court of Justice*. Houve rápido avanço nas negociações de modo que o Tratado para a criação da EDC foi assinado em maio de 1952. O aprofundamento na integração entre os seis países encontrava razões, por exemplo, na redução das possibilidades de políticas externas independentes visto que haveria dois órgãos supranacionais que exerceriam papel de destaque: OTAN e EDC (EL-AGRAA, 2007).

A ideia por trás da criação da *European Defence Community* era a formação de um exército único europeu que estaria sob a égide de um comando político e militar unificado. Todavia, o parlamento francês rejeitou a ideia pelo forte apelo nacionalista impregnado tanto no setor político como na opinião pública. A recusa da França em ratificar o Tratado fez com que ele nunca entrasse em vigor (PADOA-SCHIOPPA, T., 2004).

Em 1953 foi esboçado a *European Political Community* (EPC) na qual era proposto que após o período de transição, todas as instituições políticas criadas tanto na ECSC como na EDC seriam submetidas a uma nova estrutura, mais simplificada que substituiria aquela que havia sido vislumbrada. El-Agraa (2007) mostra essa composição:

- a) *A European Executive* que seria responsável pelo *European Parliament* que seria uma espécie de câmara popular eleita pela população através do voto e um senado que seria eleito pelos parlamentos nacionais;
- b) *Council of Ministers*;
- c) *European Court*.

Block (1977, p. 126) mostra que a iniciativa era parte de um passo maior em direção à construção da Europa federada, objeto de desejos da maioria dos entusiastas da unificação do continente europeu.

The idea of the EPC was that it would link the supranational institutions of the ECSC and the soon-to-be-approved EDC into one federal structure that would be the basis for an eventual supranational government for the Six. In short, a proliferation of agencies would be avoided by going directly to the creation of a central government structure that could then organize the various functional communities.

O relativo sucesso da ECSC estimulou um aprofundamento dos debates em torno da ampliação da integração econômica da Europa Ocidental. Uma iniciativa proposta pelos países componentes do Benelux – a Holanda⁹ já havia proposto no começo da década de 1950 um mercado comum para todos os produtos industriais – visava apresentar aos demais países os benefícios que os três países gozavam pelo estabelecimento de uma união aduaneira além de buscar aprofundamento na integração nas áreas de transporte e de energia (WATTS, 2008).

O ministro das Relações Exteriores da Holanda, Jan Willem Beyen, ardoroso defensor das práticas de livre comércio, começou em 1954 a pressionar os demais países que compunham a ECSC a criarem uma união aduaneira entre eles eliminando qualquer forma de discriminação no comércio entre eles. As ideias do holandês foram de cerca forma abafadas pelas propostas feitas, em conjunto, por Monnet e Spaak, que idealizavam a integração também nas áreas de transportes e de energia atômica (GILBERT, 2003).

Os países do Benelux acreditavam que a integração política da Europa Ocidental seria um objetivo fim para o longo prazo e que só seria alcançado através das experiências compartilhadas pelos países em pequenos passos dados na integração no curto e no médio prazo; estas deveriam ser concentradas em matérias do âmbito econômico. Estes países produziram um memorando, incorporando as ideias de Monnet e Spaak, que recomendava a criação de um conjunto de instituições que seriam capazes de conduzir à criação da *European Economic Community* (ECC) (EL-AGRAA, 2007).

A iniciativa dos três países componentes do Benelux fez com que os ministros das Relações Exteriores dos seis países-membros da ECSC se encontrassem em Messina, na Itália, nos dias 01 e 02 de junho de 1955. A Conferência por eles realizadas trouxe como proposta a criação de um mercado comum que não tivesse barreiras comerciais entre eles

⁹ A Holanda acreditava que os progressos na integração, econômico e militar, deveriam andar lado a lado (EL-AGRAA, 2007).

e com a adoção de uma tarifa externa comum e a criação de uma instituição que estaria encarregada do desenvolvimento de energia atômica com fins pacíficos; de concreto foi a criação de um *Intergovernmental Committee on European Integration* que ficou conhecido como *Spaak Committee* alusão ao ministro das Relações Internacionais da Bélgica (UNGERER, 1997).

Em maio de 1956, na cidade italiana de Veneza, os seis ministros das Relações Exteriores emitiram suas conclusões sobre o relatório que havia sido publicado no mês anterior. Mesmo ainda com algumas questões não sendo unânimes entre todos os membros, ficou estabelecido que seria esboçado dois tratados, um criando um mercado comum (*Treaty Establishing the European Economic Community - EEC*) e outro criando uma comunidade de energia atômica (*Treaty Establishing the European Atomic Energy Community - Euratom*) (UNGERER, 1997).

Estes dois tratados foram assinados na cidade de Roma em 25 de março de 1957 pelos seis países membros da ECSC; entraria em vigor em 01 de janeiro de 1958 e teria até o dia 31 de dezembro de 1969 para estar plenamente implementada. Tratava-se muito mais um programa de intenções ou de ação do que um projeto extremamente detalhado com definições e determinações regulatórias; o aprofundamento das medidas intencionadas no Tratado deveria ser no futuro. Nas palavras de Dedman (2010, p. 83) “the Treaty of Rome actually left virtually everything to be done”.

A análise de todos os eventos precedentes que culminaram com a assinatura do Tratado de Roma nos leva a afirmar que haveria um tripé de sustentação neste processo integratório sendo que um pilar mais voltado ao econômico com a EEC; um pilar mais voltado ao setor agrícola com a CAP e um pilar mais estratégico e energético com a EURATOM.

Roy (2012) aponta algumas características importantes dos objetivos expostos pelo Tratado de Roma. Em primeiro lugar, fica explícito no artigo 3 que os objetivos dos participantes estavam ligados a quatro tipos de liberdades: bens, serviço, capital e pessoas. Em segundo lugar, quatro políticas comuns ganham destaque: comercial, agrícola, transporte e de competição. Ademais, merecem destaque a necessidade de coordenação entre as políticas econômicas e uma convergência das políticas domésticas afim de garantir o bom funcionamento do mercado comum; vislumbrava-se também a criação do *European Social Fund* e *European Investment Bank*.

3.2.2 Euroceticismo e proposta de união monetária (1958-1970)

Ao analisar a integração monetária e econômica da Europa Ocidental ao longo da década de 1960 pode ser interessante desdobrar o período em duas etapas: um primeiro momento que cobre praticamente todo o período (até 1968) no qual houve pouca ou quase nenhuma evolução no processo até a consolidação do que estava previsto no Tratado de Roma; o segundo momento, entre 1968 e 1970, foi o passo decisivo na integração monetária do bloco com a proposta apresentada no *Werner Report*.

A letargia do início da década contrastada ao final dela por um intenso movimento em direção ao aprofundamento da integração está relacionada aos eventos que ocorreram no cenário monetário internacional. O início da derrocada do sistema de Bretton Woods, fruto das suas próprias inconsistências originais e da política econômica e geopolítica dos Estados Unidos, é um componente sensível para compreender as decisões tomadas dentro da Europa Ocidental.

À medida que as tensões monetárias globais cresciam ao longo da década – problemas tanto com a libra esterlina como com o dólar – aumentava o estresse dentro da *European Economic Community* e os riscos de que cada país enveredasse em direção de políticas econômicas – monetárias principalmente – autônoma e pouco cooperativa aumentavam. Os problemas enfrentados pela Itália e Alemanha Ocidental na primeira metade da década e aqueles encarados pela França já no final do período poderiam ensejar uma ruptura das conquistas obtidas desde 1951 em especial aquelas assinadas em Roma em 1957; mas de fato houve um aprofundamento da cooperação entre os países europeus (UNGERER, 1997).

Swann (2000) aponta que no período de transição estabelecido no Tratado de Roma (1958-1969) os seis países participantes procederam para encaminhar as medidas necessárias para cumprir o processo de fomento da comunidade econômica da Europa conforme havia sido acordado na capital italiana em 1957. O compromisso era tanto em fazer cumprir os acordos que os procedimentos concernentes à união aduaneira – eliminação de tarifas internas e de quotas de importações além do estabelecimento de uma tarifa externa comum – fora obtido antes do prazo previsto.

Em abril de 1962 o *European Parliament's Committee for Economic and Monetary Affairs* publicou um relatório com objetivos mais profundos sobre coordenação das políticas monetárias dentro do bloco; o nome dele, Van Campen, é derivado do seu relator. Avaliando o conteúdo do relatório, a mensagem era cristalina: as políticas

monetárias dos países pertencentes ao bloco não deveriam serem consideradas individualmente, mas sim deveria ser coordenada junto com outras áreas ligadas às políticas econômicas; no entanto, as determinações com relação à política monetária não ficariam restritas ao espaço europeu, sugerindo coordenação entre as políticas monetárias em âmbito internacional também (UNGERER, 1997).

As recomendações feitas não parariam em meras coordenações de políticas monetárias domésticas e internacionais; o relatório era enfático em afirmar que se o objetivo de fato do bloco era a união econômica, haveria necessidade da criação de instituições comuns que auxiliariam a coordenação entre os bancos centrais nacionais que deveria ser inspirado tanto nos sistemas federais de Banco Central como o dos Estados Unidos e o da Alemanha. Ademais, instruía que tal instituição, um Banco Central europeu deveria ser gerencialmente independente e ter como principal objetivo a estabilidade monetária – característica irrestrita do *Bundesbank* alemão (UNGERER, 1997).

O caráter ambicioso do relatório apresentado em abril de 1962 fez com que internamente as instituições europeias se articulassem rumo a uma maior cooperação e integração entre os seus membros. Em 17 de outubro daquele mesmo ano, o Parlamento Europeu divulgou uma resolução que previa uma espécie de passo a passo para a construção de uma organização federal dentro da Comunidade Europeia que seria responsável pela condução de uma política monetária comum a todos os países pertencentes ao bloco. A visão institucional dentro da Europa era que uma união política e econômica só seria possível caso houvesse uma política monetária comum entre os países (UNGERER, 1997).

Por fim, ainda em outubro (24) de 1962, a EEC *Commission* divulgou um estudo *The Action Program* que seria a segunda etapa no processo de integração, assim que fosse completado as etapas da união aduaneira dando um passo importante no processo de união dos países europeus. Overturf (2000) aponta que as revalorizações do marco alemão e do florim holandês em resposta aos sucessivos excedentes externos em ambos os países foi um fator importante para aumentar o empenho dos políticos europeus em busca desta unificação.

O aprofundamento da integração social e de política econômica do bloco, consequências do que havia sido estipulado no Tratado de Roma, ficou estabelecido nos capítulos 6 e 7, respectivamente, do *The Action Program*. No entanto, a pedra angular de todo o processo passava pelas questões monetárias, o qual foi dedicado um capítulo

(oitavo) específico para o assunto. Logo na sua abertura do capítulo, fica explícita a relevância da política monetária.

The two preceding chapters [ch.6 – social policy; ch.7 – economic policy] have shown how the Community must move towards the establishment of one single centre for economic policy. **Nevertheless, such a co-ordination of national policies leading to their being eventually merged into one, would be incomplete, and therefore possibly ineffective, if no comparable action were undertaken in the field of monetary policy, that is to say with regard to the rules which govern the creation and movement of money in the member countries.** Though monetary policy now no longer plays the same almost exclusive leading part as at various times in the past, it still has an important contribution to make to the general equilibrium - if only to act as a brake on an economy threatened by inflation. **But monetary policy is of vital importance to the Common Market from another point of view. From the end of the transition period on, if not even sooner economic union will involve fixed rates of exchange between Member States with very narrow limits on the variations allowed [...]** These fixed rates of exchange are the very essence of a monetary union for, when they are firmly guaranteed by appropriate institutions and methods, it is a matter of indifference to the citizens of any Member State whether they hold assets in one particular Community currency or another. The progressive merging of the short- and long-term economic policies will certainly help considerably in achieving this, but it would not be sufficient if it were unsupported by specific action in the monetary field. (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1962, p. 63 – grifo nosso).

O relatório também propunha a criação de um conselho dos presidentes dos bancos centrais, reuniões periódicas entre ministros da economia e os presidentes dos bancos centrais além de debates sempre que necessário antes de tomadas de decisões relevantes no que concerne a política monetária. A partir deste documento estabeleceu-se que a união monetária poderia ser o terceiro estágio dentro da proposta de mercado comum, com o conselho dos presidentes dos bancos centrais sendo a figura central na organização deste sistema federal de bancos centrais (UNGERER, 1997).

O relatório é elucidativo com relação a importância das relações monetárias entre os países pertencentes ao bloco e que qualquer movimento adicional em direção de uma maior integração política e econômica, isto necessariamente deveria passar pela esfera monetária. Além disto, como aponta Overturf (2000), deixava trilhado os próximos passos para a construção da *European Monetary Union*.

Em 15 de abril de 1964 foi criado o *Medium-Term Economic Policy Committee* cujo objetivo seria de coordenar as políticas econômicas dos países membros da comunidade europeia. Em linhas gerais:

The Committee shall in particular be responsible for preparing, in the light of all available information and in particular of the forecasts of a group of experts attached to the Commission, a **preliminary draft of a medium-term economic policy programme outlining in broad terms the economic**

policies which the Member States and the institutions of the Community intend to follow during the period under consideration, and designed to ensure the coordination of such policies. That programme shall cover a period of about five years. The Commission shall draw up a draft programme on the basis of the work of the Medium-term Economic Policy Committee. This draft shall indicate the points in respect of which it differs from the preliminary draft of the Committee. The Commission shall forward the draft programme to the Council, which shall forthwith place it before the European Parliament and the Economic and Social Committee for their Opinions. The Council and the governments of Member States must give their approval before the programme can be adopted. The adoption of the Programme by the Council and the Governments of the Member States shall be evidence of their intention to follow the guidelines therein in the fields to which the programme relates. The Committee shall undertake an annual review of the programme in order to adapt it if necessary (MONETARY COMMITTEE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1974, p. 94-95 – grifo nosso).

No mês seguinte, em 08 de maio de 1964, o *Council of Ministers* tomou algumas decisões baseando-se nas recomendações propostas pela *EC Commission* e em algumas provisões que o Tratado de Roma continha com destaque para o artigo 105 deste tratado. Com relação à coordenação entre as políticas monetárias dentro do bloco e os arranjos entre os bancos centrais, ficou decidido que:

For the purpose of promoting co-operation between the Central Banks of the Member States, a Committee of the Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (hereinafter called the 'Committee') is hereby set up [...] The tasks of the Committee shall be:

- to hold consultations concerning the general principles and the broad lines of policy of the Central Banks, in particular as regards credit and the money and foreign exchange markets;
- to exchange information at regular intervals about the most important measures that fall within the competence of the Central Banks, and to examine those measures. This examination shall take place before the measures concerned are adopted where circumstances, and in particular the time limit for their adoption, allow.

In carrying out its task, the Committee shall keep under review the trend of the monetary situation both inside and outside the Community (MONETARY COMMITTEE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1974, p. 45-46).

Ainda dentro das decisões enunciadas em 08 de maio, vale destaque àquelas relacionadas a política cambial do bloco e de como a Comunidade Europeia se comportaria em relação ao cenário monetário internacional. Os *policy-makers* europeus acreditavam que as decisões internas do bloco em questões monetárias que tivessem impactos nas relações monetárias internacionais deveriam passar por consulta dentro do *Monetary Committee*, principalmente aquelas relacionadas a:

- the general working of the international monetary system:

- recourse by a Member State to resources which can be mobilized within the framework of international agreements;

- participation by one or more Member States in substantial monetary support operations in favour of third countries (MONETARY COMMITTEE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1974, p. 54).

Por fim, mas não menos importante era a criação do *Budgetary Policy Committee* ressaltando a importância e a correlação existente entre políticas orçamentárias e a política monetária dentro da Comunidade Europeia; ações conjuntas nestas áreas facilitariam a coordenação das políticas econômicas e financeiras dentro do bloco. A missão deste comitê seria “[...] study and compare the broad lines of the budgetary policies of the Member States” (MONETARY COMMITTEE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1974).

As preocupações com as questões monetárias internas do continente levaram a *Commission* a apresentar em 12 de fevereiro de 1969 um memorando ao *Council* que ficou conhecido pelo nome do seu relator, *Barre Memorandum*. Em suma, segundo Ungerer (1997), o trabalho era um compilado com as principais propostas que haviam sido propostas anteriormente e que não tinha resultado em ação efetiva; ademais apontava para falhas do bloco em prover ajuda mútua para a Itália quando esta passou por problemas em 1963 e as condições da ajuda fornecida para a França em 1968. Além das críticas, o memorando apresentou algumas propostas para o estabelecimento de mecanismos quase automáticos de auxílio monetário de curto prazo e mecanismos condicionais para auxílios financeiros de médio prazo; o grande destaque nas proposituras foi estudar a definição de uma *European Unity Account* para ser usada dentro da Comunidade Europeia.

A divulgação do memorando não entusiasmou o mercado uma vez que os fluxos de capitais especulativos continuaram a provocar tensões na região. Em 17 de julho do mesmo ano, o *Council* adotou a decisão, em resposta direta ao que havia sido recomendado por Barre, de coordenar políticas econômicas de curto prazo e trabalhar em conjunto com *Short-Term Economic Policy Committee*, *Monetary Committee* e *Budgetary Policy Committee*. Aquelas políticas econômicas cujos impactos fossem relevantes para os outros países membros deveriam passar por consulta prévia (OVERTURF, 2000).

Os dois principais projetos vislumbrados lá no Tratado de Roma, uma década atrás, haviam sido implementados com relativa antecedência ao que havia sido estabelecido – a união aduaneira foi completada em 01 de julho de 1968 (um ano e meio

antes do previsto) e a *Common Agricultural Policy* (CAP) havia sido implementada. Isto por um lado demonstrava a dedicação dos países em aumentarem o grau de integração entre eles. Ao mesmo tempo que a região experimentava estes sucessos, as crises monetárias de 1968 e 1969 colocavam em xeque a cooperação entre os países e mais: se a união feita até aquele momento era suficiente ou necessitaria de maior aprofundamento para evitar novos distúrbios econômicos.

Pecequillo (2014) aponta que este período pode ser considerado um no qual houve pouco avanço tanto na expansão do bloco (adesão de mais países) como na coesão dos participantes. Embora as medidas anunciadas acima fossem importantes, havia ainda certo ceticismo com relação ao futuro do bloco; ceticismo este que foi minorado após a Cúpula de Haia de dezembro de 1969 no qual os participantes reforçaram o compromisso de avançar no processo de integração. Como forma de sinalização que o processo de união não seria interrompido, os líderes formalizaram a expansão do bloco e o aumento da cooperação política além de incluir na pauta de negociação a proposta de união econômica e monetária.

Pouco após o evento ocorrido na Holanda em 1969, os europeus decidiram estabelecer um comitê sob a liderança do primeiro-ministro de Luxemburgo Pierre Werner cujo propósito seria a elaboração de um relatório contendo as etapas básicas da união econômica e monetária do bloco. O relatório final foi apresentado em outubro de 1970 conhecido como Relatório Werner apresentava dentre outras coisas o primeiro estágio do processo de integração (SZÁSZ, 1999).

Importante salientar que quando da divulgação do comunicado sobre o Relatório Werner, não estava explícito o que era uma União Monetária embora no próprio relatório havia a indicação de ser uma área com uma moeda única e uma política monetária centralizada; tampouco havia uma definição clara do que seria uma União Econômica. Já no que se refere ao primeiro estágio do processo de integração, este seria marcado por uma intensa coordenação principalmente no que tange a assuntos monetários; neste primeiro momento, os países participantes deveriam buscar reduzir as margens de flutuação entre suas moedas para menos do que a flutuação de uma moeda individual perante o dólar norte-americano (SZÁSZ, 1999).

3.2.3 Da eurosclerosis ao single european act (sea): 1971-1986

O período de dezesseis anos que compreende a publicação do Relatório Werner e a assinatura do *Single European Act* (SEA) pode ser considerado um período ambíguo no

processo de integração da Europa. Enquanto a década de 1970 presenciou pequenos avanços apesar de ser o palco do primeiro alargamento do bloco e crises no sistema monetário internacional, na década de 1980 houve progressos tanto no alargamento de países participantes como no processo de união em si.

As negociações que culminaram na primeira expansão no número de participantes da Comunidade Econômica Europeia tiveram início em junho de 1970 e contavam com quatro países postulantes a ascender ao mercado comum europeu: Irlanda, Reino Unido, Dinamarca e Noruega. Em janeiro de 1973, os três primeiros foram integrados aos seis originais criando a chamada “Europa dos 9” – a Noruega havia retirado sua candidatura em 1972 após um referendo popular (DEDMAN, 2010).

O começo da década de 1970 também vivenciou o fim, *de facto*, do arranjo monetário internacional que foi estabelecido em Bretton Woods e vigorou após a Segunda Guerra Mundial. Ungerer (1997) afirma que a crise do dólar expôs as fragilidades deste arranjo monetário e serviu para fazer com que Comunidade Europeia olhasse internamente em busca de aprofundar as questões relativas à integração monetária. O autor ainda aponta que o *International Agreement* ou *Smithsonian Agreement* de dezembro de 1971 reestabeleceu o sistema de câmbio fixo, assim como funcionava na vigência de Bretton Woods. Isto significou um enorme desafio para a Europa elaborar um sistema cambial que protegesse o mercado comum.

A solução encontra pelos países europeus para buscar um melhor alinhamento cambial ficou conhecido como *Snake in the tunnel*. Nas palavras de Szász (1999, p. 36):

'In order to reinforce the solidarity in the Community regarding foreign exchange', the report of the Werner Committee proposed that, from the beginning of the first stage and on an experimental basis, exchange rate fluctuations between Community currencies should be held within margins narrower than those resulting from the application of the margins in force for the dollar (at this time, the Bretton Woods system still existed). When depicted in a graph, this narrow band writhed like a snake through the wider band, or tunnel, observed against the dollar. Hence, the arrangement was soon generally referred to as 'the snake in the tunnel', or just 'the snake'.

Szász (1999) continua apontando que somente após o reestabelecimento do câmbio fixo em dezembro de 1971 é que a proposta europeia pode ser colocada em prática – na realidade entrou em vigor no dia 10 de abril de 1972. No entanto, o programa teve vida curtíssima já que houve a saída de alguns países que participavam deste arranjo – Reino Unido saiu em 23 de junho de 1972, a Itália saiu em 12 de fevereiro de 1973 – e a permissão de flutuação do dólar e o fim de Bretton Woods em março de 1973.

Ainda em 1973, o mundo foi abatido em outubro pela primeira crise energética o que levou os países ocidentais a entrarem em recessão. Fortemente dependente da importação de petróleo, os países componentes do bloco buscaram muito mais soluções individuais do que para o bloco como um todo aumentando o ceticismo com relação ao progresso da integração. Embora naquele mesmo ano Reino Unido, Irlanda e Dinamarca passaram a integrar a Comunidade Europeia, o clima ao final do ano era de menos entusiasmo com relação à ampliação da cooperação entre os países do bloco (WATTS, 2008).

Como mencionado anteriormente, embora o pessimismo fosse predominante, houve pequenos avanços no processo de integração. Em 1972 houve o encontro de Paris no qual buscou-se concentrar esforços para os assuntos internos da Comunidade Europeia com destaque para a tentativa de fortalecimento dos objetivos sociais e regionais em busca de um ambicioso fim: criar a União Monetária Europeia ou União Europeia até o final daquela década (EL-AGRAA, 2007).

Também como resultado do comunicado emitido após o encontro de Paris, foi estabelecido o *European Monetary Cooperation Fund* (EMCF) que entrou em funcionamento em 01 de junho de 1973. Dentre as suas atribuições estavam duas que progressivamente contribuiriam para a criação da união econômica e monetária: o avanço no estreitamento das margens de flutuação das moedas dos países pertencentes a Comunidade Europeia e a intervenção no mercado cambial em favor das moedas dos países participantes (UNGERER, 1997).

Dando continuidade os debates feitos na capital francesa em 1972, o então Primeiro-Ministro belga Leo Tindemans ficou encarregado de elaborar um relatório a respeito deste aprofundamento da integração europeia. O resultado foi apresentado em 1976 sob o nome de *The High Road to European Union* que dentre outras coisas vislumbrava uma política externa única para os participantes, retomou a ideia de uma União Monetária e Econômica bem como a reforma de algumas instituições do bloco como por exemplo a eleição direta para o Parlamento Europeu (SWANN, 2000; WATTS, 2008).

Esta pasmeira na evolução do processo de integração com poucas atitudes concretas misturada ao ceticismo de diversos países ficou conhecida na literatura como *Eurosclerosis* que conforme Watts (2008, p. 48) é “a period of stagnation and disappointment, when the Community/Union seems mired in difficulties. The term is generally applied to the 1970s, when there was little movement towards integration”.

No entanto, como parece habitual na história da formação da União Europeia, quando a integração está ameaçada de ruir, o bloco se une para aprofundar a integração. Naquele momento, o passo decisivo foi a criação do *European Monetary System* (EMS) cujo um dos pilares de sustentação foi o estabelecimento do *Exchange Rate Mechanism* (ERM).

A criação do EMS tinha como objetivo precípua garantir a estabilidade monetária dentro da Comunidade Europeia; este seria o preâmbulo para que o bloco atingisse crescimento econômico duradouro com estabilidade trilhando caminho para o pleno emprego, harmonização e padronização dos padrões de vida entre os países participantes além de reduzir as desigualdades regionais. Ademais, o EMS seria um facilitador da convergência econômica entre os membros e seria fundamental para trazer novo ânimo para a construção da União Europeia (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1979).

O EMS entrou em vigor em 13 de março de 1979 com o apoio maciço de seis dos nove países do bloco – em um primeiro momento Itália, Irlanda e Reino Unido preferiram aguardar para participar; pouco tempo depois apenas o Reino Unido ficou de fora.

In essence, the EMS consists of fixed but adjustable exchange rates that are kept within agreed fluctuation margins by “obligatory intervention”. Such intervention is financed by mutual very short-term credit facilities of participating central banks, administered by EMCF. The settlement of intervention debts can take place in a variety of ways. The EMS took over several of the operational features of the snake (UNGERER, 1997, p. 158).

El-Agraa (2007) afirma que este mecanismo cambial vislumbrado dentro do EMS seria disciplinado pelo ERM que seria o mecanismo que interviria no mercado cambial de um determinado país para reverter uma tendência de variação da taxa de câmbio quando esta estivesse próxima do estabelecido. Corroborando com Ungerer (1997) este movimento aproximava o EMS do *snake in the tunnel* com a diferença que o primeiro teria a *European Currency Unit*¹⁰ (ECU) como pilar do sistema no qual as diferenças na taxa de câmbio deveriam ser medidas.

¹⁰ Ungerer (1997, p.158) traz a definição do que seria a *European Currency Unit*. Segundo o autor, “The ECU as a unit of account is used as the denominator for the exchange rate mechanism, for operation in both the intervention and credit mechanisms, and for transactions of the EMCF and as the basis for the divergence indicator. As a reserve asset, it is a means of settlement among the monetary authorities of EC countries [...] Accordingly, the ECU was made up of a basket of fixed amounts of the nine EC currencies”.

A década de 1980 presencia mais um alargamento da Comunidade Europeia; a Europa dos 9 passaria a ser a Europa dos 12. Isto porque três países mediterrâneos entraram para o bloco: Grécia em 1981 e os países da Península Ibérica em 1986. A participação destes três países só foi possível pois todos eles haviam se libertado recentemente de regimes ditatoriais e reestabeleceram regimes democráticos em seus países.

Pecequillo (2014) afirma que a continuidade e aprofundamento do processo de integração europeia só foi possível na década de 1980 graças a três personagens: François Mitterrand pela França, Helmut Kohl pela Alemanha e Jaques Delors presidente da Comissão Europeia. Todos eles foram fundamentais para construir a ponte entre o Relatório Tindemans de 1976 e a assinatura do *Single European Act* (SEA) em 1986. Neste intervalo de tempo, um movimento fundamental em direção à consolidação da União Europeia foi o Acordo de Schengen em 1985 no qual inicia-se o processo de abertura das fronteiras entre os países participantes. Neste mesmo ano, estabeleceu-se que o ano de 1992 seria o prazo final para a criação do mercado comum além de ter havido reformas no Tratado de Roma.

A Comissão Europeia, sob a liderança de Jaques Delors, produziu um documento em 1985 que seria decisivo para o aprofundamento da integração europeia. Redigido pelo britânico Lord Cockfield, indicação de Margareth Thatcher, o *White Paper* indicaria todos os passos necessários a serem seguidos para completar o mercado único europeu dentro do prazo estabelecido (final de 1992). Todas as alterações que este documento preconizava seriam, posteriormente, incorporadas no *Single European Act* que antes de entrar em vigor exigiu acordos em cada país participante pois estava-se, a partir daquele momento, alterando-se o Tratado de Roma (WATTS, 2008).

No que consistiria completar o mercado único? El-Agraa (2007) afirma que para se tornar um verdadeiro mercado único deveria haver as quatro liberdades: bens, serviços, capital e mão de obra. Para além disto, o *Single European Act* buscou introduzir ou fortalecer uma gama de políticas nas mais diversas áreas como por exemplo meio ambiente, pesquisa e desenvolvimento, coesão econômica e social, cooperação em políticas econômica e monetária além da cooperação entre os países membros com relação à política externa.

Watts (2008) também aponta que a assinatura do *Single European Act* (SEA) não se restringiu a apenas consolidar o Mercado Comum europeu embora este tenha sido o

propósito mais relevante. Para o autor, outras áreas merecem destaques como por exemplo:

- a) A criação de um mercado único para serviços bancários, de seguros, de créditos e de valores mobiliários;
- b) A criação de um arcabouço legal único para as empresas realizarem seus negócios;
- c) A padronização dos diferentes requerimentos técnicos de cada país para os produtos;
- d) A harmonização gradual dos impostos indiretos de maneira a eliminar ajustes tarifários nas fronteiras;
- e) O relaxamento de restrições para trabalhar e viver em qualquer dos países membros com reconhecimentos mútuos dos diplomas e certificados de qualificações.

Pecequillo (2014) acreditava que dentre todas as políticas e áreas listadas acima, o Mercado Comum seria a área mais promissora para o futuro da integração. Segundo a autora, a concretização do Mercado Comum facilitaria a realização do comércio dentro do bloco europeu e isto era visto como uma forma de acelerar a recuperação econômica do bloco após a crise vivida além de solidificar a dependência entre os países membros.

A importância da assinatura do *Single European Act* é ressaltada por Herz e Hoffman (2004, p. 177) pois segundo os autores:

o programa lançado pelo Ato Único foi um verdadeiro divisor de águas, ao marcar a passagem da integração econômica negativa, ou seja, a mera liberalização, para uma integração positiva, com a harmonização das legislações nacionais e formulação de políticas comuns regulatórias em diversas áreas.

Outro autor que reconhece a relevância que Jacques Delors e o *Single European Act* tiveram para a história formativa da União Europeia foi Szász (1999). O holandês afirma que os “events in 1985 and 1986 can, in retrospect, be seen as a milestone on the road to the Maastricht Treaty, perhaps even as a turning point”.

3.2.4 O relatório Delors e o tratado da união europeia (1991)

A criação do *European Monetary System* (EMS) em 1979 do qual o *Exchange Rate Mechanism* (ERM) era um dos pilares havia produzido bons resultados ao longo da década de 1980. Em 1987 estava cristalino que ambos haviam conseguido estabilizar as

taxas de câmbio dos países membros; do ponto de vista econômico a integração europeia havia traçado um caminho de sucesso. Contudo, havia ainda outros caminhos a serem percorridos para a concretização da União Monetária Europeia (EL-AGRAA, 2007).

Ungerer (1997) afirma que a reunião do *European Council* na cidade alemã de Hanover em junho de 1988 foi importante para a consolidação do processo integratório pois foi neste evento que se confiou a um comitê, encabeçado por Jaques Delors, o estudo para a propositura de uma união econômica e monetária. Para a composição deste grupo foram convidados, dentre outros, os presidentes dos bancos centrais dos países participantes.

O que chama a atenção na decisão do *European Council* são dois aspectos que podem passar despercebidos para o leitor mais afoito. Em primeiro lugar, a instituição não perguntou se uma união econômica e monetária na Europa deveria ser estabelecida e sim como ela deveria ser criada. Em segundo lugar, ao convidar os presidentes dos bancos centrais para comporem o comitê, deixava-se claro o objetivo seria obter propostas tecnicamente viáveis e politicamente aceitáveis para avançar no processo de integração (UNGERER, 1997).

O relatório Delors ou *The Report on Economic and Monetary Union in the European Community* foi publicado em 17 de abril de 1989. Conforme esboçado no estudo, a união econômica e monetária seria atingida a partir de três estágios sendo o último a plena união monetária com o uso de uma moeda única sendo um aspecto importante. A tríade Delors, Kohl e Mitterrand acreditavam que a união econômica e monetária seria justificável não apenas do ponto de vista econômico; vislumbrava-se com esta integração a criação de uma unidade política dentro da Europa (WATTS, 2008).

Szász (1999) afirma que a integração econômica e monetária significaria a transferência dos poderes de decisão para o nível comunitário ao invés de permanecer em cada país. O autor aponta também que a união econômica e a união monetária seriam duas partes integrais de um todo de modo que elas deveriam ser implementadas em paralelo; rejeitava-se assim a crença de que seria possível uma união monetária sem uma união econômica.

O estabelecimento de que o processo todo seria realizado em três estágios tornava compulsório que aqueles que decidissem participar deveriam cumprir todas as etapas do processo. O relatório também destacava que para se atingir o objetivo final seria necessária uma política monetária comum, elevado grau de compatibilidade entre as políticas econômicas dos países membros e consistência em diversas outras áreas

econômicas, principalmente na área fiscal; para que isto fosse possível seria necessário alterações no Tratado de Roma e, por conseguinte, nas legislações de cada participante (EL-AGRAA, 2007).

O relatório Delors não estipulou prazos para a realização dos estágios sendo que a passagem de uma etapa para a seguinte dependeria do progresso obtido no estágio anterior. A exceção seria o começo do primeiro estágio que não poderia ocorrer depois de 01 de julho de 1990 data da liberalização plena do movimento de capitais. Nesta primeira etapa, o objetivo seria maior convergência das performances econômicas através do fortalecimento da coordenação das políticas econômica e monetária dentro do arcabouço institucional existente (UNGERER, 1997).

Ainda dentro do primeiro estágio, no que tange a políticas estritamente ligadas a economia, deveria haver a conclusão do mercado único além da redução das disparidades através de políticas estruturais e regionais mais efetivas. No âmbito monetário, o foco seria a remoção de todos os obstáculos que poderiam ser impostos à plena integração financeira e a intensificação da cooperação e coordenação da política monetária. No campo cambial, vislumbrava-se a possibilidade de realinhamento das taxas de câmbio, mas seria desejável que todos os países participantes fizessem esforços para utilizarem outros mecanismos mais efetivos de ajustes; ademais apontava-se a importância de incluir todas as moedas participantes no ERM (EL-AGRAA, 2007).

Já no segundo estágio da integração haveria a criação do *European System of Central Banks* (ESCB) que absorveria algumas instituições existentes tais como o *European Monetary Cooperation Fund* e o *Committee of Central Bank Governors*. O objetivo central nesta etapa, a cargo do ESCB, seria iniciar a transição de políticas monetárias independentes (cada país tem a sua) para uma política monetária única na etapa final (UNGERER, 1997).

Szász (1999) sobre a formação do *European System of Central Banks* (ESCB) aponta que no relatório Delors havia menção de que o ESCB deveria ser independente de qualquer tipo de instrução provenientes dos governos nacionais e de qualquer instituição da Comunidade Europeia. Acresce-se que o objetivo precípua da nova autoridade monetária seria a estabilidade de preços e apoiar as demais políticas econômicas do bloco desde que não interferissem no alcance do seu objetivo.

O terceiro e último estágio da união econômica e monetária começaria com a fixação irrevogável das taxas de câmbio dos países membros e havia o vislumbre de que nesta etapa, as moedas nacionais pudessem ser substituídas por uma moeda única. Do

ponto de vista econômico, a transição para a última etapa seria marcada por três desenvolvimentos: aprofundamento maior das políticas comunitárias regionais e estruturais, as regras macroeconômicas e orçamentárias do bloco deveriam se tornarem vinculadas e um papel mais proativo da Comunidade Europeia nas políticas de cooperação internacional (EL-AGRAA, 2007).

Do ponto de vista das responsabilidades do *European System of Central Banks* (ESCB) neste estágio, El-Agraa (2007) destaca quatro principais:

- a) A formulação e implementação da política monetária;
- b) Intervenção no mercado cambial extra-comunidade;
- c) A reunião e gerenciamento de todas as reservas internacionais;
- d) Preparativos técnicos e regulatórios necessários para a moeda única.

Após a apresentação do Relatório Delors uma sequência de reuniões intergovernamentais foi feita para discutir, principalmente, questões ligadas a união econômica, monetária e política. Embora estas reuniões tenham sido extremamente proveitosas para que fossem definidas as próximas ações a serem desenhadas, as decisões fundamentais ficariam reservadas para a reunião do *European Council* marcada para dezembro de 1991 na cidade holandesa de Maastricht (UNGERER, 1997; WATTS, 2008).

A importância desta reunião é ilustrada pela afirmação de Ungerer (1997, p. 229) no qual

after more than three years of discussions and negotiations, the European Community (EC) was ready to create an economic and monetary union (EMU) as a crowning achievement to the realization of the single market under the European Community Treaty and the Single European Act. The European Council, at its conference on December 9 and 1, 1991, in the Dutch city of Maastricht, near the borders with Belgium and Germany, settled the last open issues. At the same time, agreement was reached on ways to strengthen political cooperation in number of areas.

O Tratado de Maastricht ou Tratado da União Europeia entrou em vigor em novembro de 1993 foi vital para a expansão do processo de integração do continente europeu. Além disto, trouxe importantes reformas para o conjunto das instituições que existiam dentro do bloco e para procedimentos de tomadas de decisão; por fim deveria estabelecer a união econômica e monetária (PHINNEMORE, 2007).

Esta decisão de criar uma união ainda mais próxima dos cidadãos europeus marcou uma nova etapa no processo de integração europeia e foi baseado em três grandes

pilares: o primeiro pilar mais ligado à própria integração e os dois restantes mais ligados à cooperação intergovernamental (WATTS, 2008):

- a) Nova Comunidade Europeia. Este seria o primeiro pilar baseado no tratado já existente da Comunidade Europeia, evidenciaria o desenvolvimento do que já vinha ocorrendo na prática. Ampliou seu escopo de atuação para lidar com a união econômica e monetária além de ampliar o poder de instituições como o Parlamento Europeu;
- b) *Common Foreign and Security Policy* (CFSP). Este seria o segundo pilar e versava sobre o papel que a Comunidade Europeia teria no cenário internacional. Este pilar abrangia todos os aspectos da segurança europeia que, por exemplo, deixava em aberto, a possibilidade futura de criação de uma política comum de defesa e uma força de defesa comum;
- c) *Justice and Home Affairs* (JHA). Este seria o terceiro pilar e preocupava-se com questões ligadas ao policiamento de fronteiras e controle de imigração. Neste pilar, as preocupações variavam desde imigração ilegal e asilos de estrangeiros até o combate ao tráfico de drogas e ações de terrorismo.

A participação na União Monetária Europeia (Zona do Euro) estava condicionada à cada país cumprir os cinco critérios de convergência propostos. Estes critérios são indicadores macroeconômicos que todo país que desejasse adotar a moeda única deveria obedecer. São eles:

Price stability: the rate of inflation may not exceed by more than 1,5% the average rates of inflation of the three member states with the lowest inflation; **Interest rates:** long-term interest rates may not vary by more than 2% in relation to the average interest rates of the three member states with the lowest interest rates; **Deficits:** national budget deficits must be below 3% of GDP; **Public debt:** this may not exceed 60% of GDP; **Exchange rate stability:** exchange rates must have remained within the authorised margin of fluctuation for the previous two years (FONTAINE, 2010).

Os países que desejassem participar da terceira etapa do processo de integração europeia que teria início em janeiro de 1999 deveriam convergirem macroeconomicamente para este *benchmark* que foi estabelecido. De certa forma isto pressionou os países a fazerem os ajustes necessários nas suas economias para que estas pudessem participar da União Monetária; no entanto, as dificuldades nos ajustes seriam maiores naqueles países que tinham economias mais problemáticas como os países Ibéricos, Itália e Grécia.

3.2.5 Os caminhos para a moeda única e a Europa após a adoção do euro

O Tratado da União Europeia é um marco no processo de integração do continente europeu. Estabeleceu as etapas posteriores que culminariam com a união monetária e econômica do continente europeu em 2002; no entanto neste ínterim houve etapas que permitiram ao bloco aperfeiçoamentos não apenas em aspectos ligados à economia, mas também houve progressos políticos relevantes além do próprio crescimento da União Europeia com a inclusão de diversos países.

Logo após a assinatura do Tratado de Maastricht, a Europa foi sacudida novamente com uma crise cambial de enormes proporções que colocou, por exemplo, o Reino Unido de joelhos diante dos ataques especulativos promovidos pelo mercado financeiro. Isto, no entanto, não arrefeceu os ânimos dentro do continente com relação à continuidade do processo de integração; o que havia sido acertado em Maastricht parecia um caminho sem volta.

O segundo estágio da integração econômica e monetária proposto no Relatório Delors iria ter início em 1994 conforme estabelecido pelo Tratado de Maastricht. Nesta etapa do processo integratório, a União Europeia deveria criar o *European Monetary Institute* (EMI) que seria o responsável pela pavimentação da construção do *European Central Bank* (ECB) que começaria a funcionar no primeiro dia de 1997 (EL-AGRAA, 2007).

Pecequillo (2014) aponta que o controle com relação aos déficits públicos estava no cerne das preocupações europeias após o Tratado de Maastricht (1991). Prova disto é que em 1997 foi criado o Pacto de Estabilidade e Crescimento através do Tratado de Amsterdã; no ano seguinte, foi criado o Eurogrupo – composto pelos ministros das Finanças dos países pertencentes à Zona do Euro – que teria como objetivo a coordenação e a verificação das medidas tomadas por cada país para a implementação dos critérios de convergência bem como a adoção do pacto.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento é produto de um acordo atingido pelo *European Council* em 17 de junho de 1997 após intenso debate. O pacto pode ser caracterizado como sendo uma estratégia dupla onde por um lado há um componente preventivo, um mecanismo que se antecipa na identificação e na correção de excessos orçamentários para que nenhum país ultrapasse o teto estabelecido (3% do PIB); por outro lado é um conjunto de medidas inclusive a possibilidade de sanções para corrigir excessos de déficits, caso eles ocorram (EIJFFINGER; DE HAAN, 2000).

Já avaliando pelo prisma da integração monetária e econômica, iniciava-se a terceira etapa vislumbrada no Relatório Delors em 01 de janeiro de 1999 e duraria até o dia 01 de janeiro de 2002 sendo considerada a etapa mais complexa e desafiadora pois representava a transição entre as moedas nacionais e a adoção da moeda única. Pecequilo (2014) aponta também que a introdução do Euro trazia um componente simbólico muito forte pois estaria substituindo um dos componentes mais importantes da soberania nacional: a moeda nacional.

Ainda conforme a autora, é neste período que o Banco Central Europeu ascende como principal órgão formulador e executor da política monetária dentro do bloco. Este fato somado aos critérios de convergência estabelecidos no Tratado da União Europeia permitiu que onze países¹¹ iniciassem a transição das moedas nacionais para a moeda comum. A Grécia faria o mesmo movimento em 2001; em 01 de janeiro de 2002, doze países compartilhavam de uma moeda comum: o Euro (PECEQUILO, 2014).

Foi durante este segundo estágio do processo de integração que a União Europeia ganhou um novo impulso com a adesão de três novos países em 1995: Áustria, Finlândia e Suécia. Dentro desta mesma perspectiva, começou-se as negociações em dezembro de 1997, dentro do Tratado de Amsterdã, para o maior processo de alargamento do bloco que buscava absorver países que pertenceram à União Soviética (Bulgária, República Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Eslováquia, Estônia, Letônia e Lituânia) além da Eslovênia, Malta e Chipre (FONTAINE, 2010).

O Tratado de Amsterdã é mais uma peça jurídica dentro da lógica estabelecida no processo de integração europeia, qual seja: uma união cada vez mais próxima entre todos os participantes. Nele estabeleceu-se estruturas mais modernas com vistas a atingir os objetivos estabelecidos pela União Europeia principalmente naquelas concernentes aos pilares dois e três; além disto, as modificações feitas nos tratados já existentes somadas as legislações que derivaram dos tratados (EL-AGRAA, 2007).

Watts (2008) aponta que reformas institucionais eram um assunto por demais espinhoso principalmente pelas implicações em termos de representatividade que isto teria seja em instituições chaves seja em diretos de votos para países recém admitidos. Portanto, o Tratado de Amsterdã não conseguiu estabelecer uma nova estrutura constitucional deixando este assunto para ser resolvido em uma conferência intergovernamental em 2000 e que poderia ser a base de um novo tratado, o de Nice.

¹¹ Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Luxemburgo, Irlanda, Itália e Portugal.

Ainda em 1997, em julho, Jacques Santer apresentou ao Parlamento Europeu um roteiro detalhado que a Comissão Europeia deveria seguir para reforçar e alargar a União Europeia no começo do século XXI. O documento chamado Agenda 2000 buscava dar solução para um conjunto de questões que não havia sido resolvida nem no Tratado de Maastricht (1991) e nem no Tratado de Amsterdã (1997). O autor salientava cinco áreas de atuação: alargamento da união através do acesso de novos países, um papel mais proativo em assuntos internacionais, reforma institucional e constitucional, atitudes efetivas para criar empregos e diminuir as taxas de desemprego e nova reforma da política agrícola comum (WATTS, 2008).

O Tratado de Amsterdã entrou em vigor no dia 01 de maio de 1999, mas pouco antes disto (1998), o *European Council* teria identificado a necessidade de reformas institucionais dentro do bloco. Para solucionar esta questão, acordou-se em junho de 1999, que deveria haver uma conferência intergovernamental em 2000 que deveria aperfeiçoar os detalhes deixados pelo Tratado de Amsterdã. Os principais assuntos que seriam pautados em 2000 eram: o tamanho e a composição da Comissão Europeia, o peso dos votos e a possibilidade de implementação do voto majoritariamente qualificado no *Council* (PHINNEMORE, 2007).

A conferência intergovernamental de fevereiro de 2000 pode ser considerada bastante módica com relação às suas proposituras, reflexo das preferências reveladas da maioria dos países membros em adotar os assuntos que haviam sido definidos em 1999. No entanto, o excesso de propostas acumuladas em diversos outros encontros ao longo de 2000, fez com que estas se tornassem muito ambiciosas para as conferências; embora houvesse entreveios entre os países, estes chegaram à assinatura do Tratado de Nice em fevereiro de 2001 (PHINNEMORE, 2007).

Dedman (2010) afirma que supostamente a reunião que culminou na assinatura do Tratado de Nice teria o propósito de buscar uma melhoria nos processos de tomada de decisão no bloco antes que a entrada de doze novos países, acertado no Tratado de Amsterdã, entrasse em vigor no ano de 2004. Em suma, os países mais poderosos buscavam ter direito a mais votos dentro dos órgãos decisórios enquanto os países menores buscavam manter certo poder que eles haviam garantido nos tratados iniciais.

Em linhas gerais, o Tratado de Nice parecia mais preocupado com os interesses individuais de cada país membro do que com o processo de integração *per se*. A partir de Nice (2001) o tamanho da Comissão e o número de assentos no Parlamento Europeu seriam reduzidos – os países maiores cederiam em prol dos novos entrantes – em

contrapartida houve um rearranjo na ponderação dos votos no Conselho de Ministros favorável aos países maiores. Além disto, em 23 áreas instituiu-se o voto majoritariamente qualificado (WATTS, 2008).

O encontro na Riviera francesa estabeleceu que a União Europeia devesse convocar uma nova conferência intergovernamental em 2004 para discutir uma Europa mais abrangente; em suma buscar-se-ia um esboço do projeto para a criação de uma Constituição para a União Europeia. Com isto vislumbrava-se atingir um equilíbrio entre Bruxelas (sede do poder da União Europeia), os governos nacionais e os governos locais de cada país membro (DEDMAN, 2010).

Pecequillo (2014) aponta que o lançamento da Carta dos Direitos Fundamentais¹² em Nice seria o preâmbulo da Constituição Europeia. Esta magna-carta europeia era ambiciosa no sentido de que ela iria abranger não só os direitos fundamentais do bloco como seria vinculante e sobreposta as constituições nacionais o que requeria adequação destas às novas normas do bloco. O momento para o lançamento de uma ideia tão ambiciosa não poderia ser mais propício: havia uma euforia generalizada por todos os avanços obtidos para o lançamento da moeda única e pela promessa de prosperidade econômica que isto acarretaria.

Concomitantemente com os debates que resultaram no Tratado de Nice, iniciou-se tratativas a partir da *Declaration on the future of the Union* na qual os países participantes da União Europeia buscariam aprofundar as discussões sobre qual seria o futuro do bloco. O futuro do bloco, passava, segundo os proponentes, por cinco áreas (PHINNEMORE, 2007):

1. Como estabelecer e monitorar de maneira mais precisa a delimitação de poderes entre a União Europeia e os países membros;
2. O *status* da *Charter of Fundamental Rights* que havia sido declarada na reunião de Nice;
3. A simplificação dos tratados que regem a União Europeia de modo a torná-los acessíveis e compreensíveis a todos cidadãos europeus;
4. O papel dos parlamentos nacionais dentro desta nova arquitetura europeia;
5. Maneiras de melhorar e monitorar a legitimidade democrática e a transparência da União Europeia e de suas instituições.

¹² Em inglês Charter of Fundamental Rights.

No contexto de diversas iniciativas para a elaboração de propostas para uma constituição europeia destaca-se a Declaração de Laeken sobre o Futuro da União Europeia. Na visão de Pecequilo (2014) declaração é um documento tanto de reafirmação dos propósitos da União Europeia como de intenções do que o bloco pretendia no futuro; e mais: estabelecia uma dinâmica para esta nova Europa que surgia, uma Europa mais humana e integrada ao mundo.

A junção da Carta dos Direitos Fundamentais com a Declaração de Laeken são os alicerces para o projeto de elaboração da constituição do bloco. El-Agraa (2007) aponta que em 28 de fevereiro de 2002 foi estabelecida a *Convention for the future of Europe* que foi comandada por um grupo de notáveis e tinha como propósito aprofundar as discussões sobre a questão constitucional e produzir um relatório para uma conferência intergovernamental a ser realizada na segunda metade de 2003.

Pecequilo (2014) aponta que o texto produzido a partir desta convenção foi para discussão na conferência intergovernamental que durou de outubro de 2003 a junho de 2004. A Constituição Europeia foi assinada em 29 de outubro de 2004 e a grande euforia que tomava conta do bloco nestes anos iniciais fazia crer que a ratificação da Constituição por todos os países membros se daria de maneira acelerada ao longo do restante de 2004 e por todo o ano de 2005. A ratificação por todos os componentes do bloco faria com que o texto fosse adotado logo na sequência; seria outro grande passo em direção de uma Europa mais integrada e unida.

Contudo, não foi isto que se observou na prática. Alguns países que optaram pela consulta popular como forma de ratificar o Tratado Constitucional não obtiveram maioria para isto e rejeitaram a constituição – casos de Holanda e França. A rejeição de dois dos países mais relevantes para o bloco fez com que outras nações dentre elas Irlanda, Reino Unido e Alemanha suspendessem e adiassem as suas votações. Estes movimentos de negação à uma Europa mais integrada poderia estar mostrando certo esgotamento da supranacionalidade da União Europeia (PECEQUILO, 2014).

O processo de integração europeu estagnou-se entre os anos de 2005 e 2007 após as rejeições ao Tratado Constitucional em alguns países. Em busca de retomar o assunto sobre a Constituição europeia e buscar um novo consenso foi lançado em 2007 o Tratado de Lisboa na visão de Dedman (2010, p. 177) “it completely failed to meet

the original aims and objectives laid down by the Laeken EU Summit seven years before. Few governments were enthusiastic about the Lisbon Treaty [...]”. Ainda

conforme o autor, o Tratado de Lisboa nada mais seria do que um conjunto de emendas aos tratados anteriores que permaneciam incompreensíveis para a maioria da população.

Neste sentido, o Tratado de Lisboa de fato sintetizou todos os tratados e legislações prévias unificando-os em dois tratados: Tratado da União Europeia (TUE) e Tratado de Funcionamento da União Europeia (TFUE). Enquanto o primeiro tratado versa sobre os princípios, objetivos e valores da União Europeia, o segundo lida com a forma como os procedimentos da União Europeia seriam executados de forma a torná-la funcional (PECEQUILO, 2014).

Por fim, Dedman (2010) ressalta que o funcionamento da União Europeia não depende da ratificação do Tratado de Lisboa por todos os países componentes. O autor aponta que já no Tratado de Nice (2001) foi-se adequado os tratados para que o bloco funcionasse, à sua maneira, com 30 países membros e mesmo que fosse necessário adequações, estas poderiam serem feitas no âmbito do Tratado de admissão. Como prova disto, o autor aponta que em junho de 2008, a Irlanda recusou o Tratado de Lisboa por 53%.

4 O PRIMEIRO CHOQUE ECONÔMICO NA INTEGRAÇÃO EUROPEIA E O APROFUNDAMENTO DA UNIÃO

4.1 A crise do mercado hipotecário norte-americano

A crise financeira de 2008 conhecida como a Segunda Grande Contração na terminologia cunhada por Rogoff e Reinhart (2010) teve início no verão de 2007 nos Estados Unidos. Inicialmente localizada no mercado de hipotecas *subprime*, rapidamente se alastrou para o mercado financeiro fruto da enorme interligação existente entre produtos imobiliários e produtos financeiros; as consequências na economia real também foram rapidamente sentidas com queda na atividade econômica e aumento na taxa de desemprego.

Segundo relatório produzido pelo *Bank of International Settlements* (BIS) de 2009 a Segunda Grande Contratação pode ser dividida em cinco etapas conforme quadro 1 abaixo:

Figura 3 – Etapas da crise financeira de 2008

Etapa da crise	Mercado e Instituições
Prelúdio da crise: antes de março de 2008.	Calotes no mercado de hipotecas subprime dissipou estresse no mercado financeiro. Grandes incertezas sobre o tamanho e a distribuição dos prejuízos. Crise tem início em agosto de 2007 quando o mercado interbancário foi interrompido aumentando de intensidade até março de 2008.
A caminho da falência do Lehman Brothers: metade de março de 2008 até metade de setembro de 2008.	O JP Morgan assume o controle do banco de investimento Bear Stearns em março de 2008. Acúmulo de perdas no sistema financeiro. Dissipação da crise para outros países. A crise de liquidez inicial se revela uma crise de solvência, aumentando a pressão nas instituições financeiras.
Perda de confiança global: 15 de setembro de 2008 até o final de outubro de 2008.	Falência do banco de investimento Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 desencadeia uma enorme corrida nos mercados de financiamento. Mais empresas financeiras sofrem falências ou são socorridas. Perda de confiança afeta mercados e países em nível global.
Queda global: final de outubro de 2008 até meados de março de 2009.	Persiste ainda uma elevada volatilidade nos mercados à medida que os dados econômicos são divulgados. Incertezas sobre novas intervenções do governo. Queda na economia faz aumentar as perdas decorrentes de créditos concedidos.

Desaceleração aprofunda, mas perde velocidade: a partir de meados de março de 2009.	Preços dos ativos começam a recuperar-se após medidas dos governos. Mercados continuam disfuncional dado que as medidas dos governos não foram suficientes para retomar a confiança em nível global. Perdas decorrentes de créditos concedidos continuam acontecendo.
-------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fonte: o autor com base em BIS (2009).

Furceri e Mourougane (2009) apontam que no início da crise financeira de 2008 houve um ajuste moderado de preços no mercado imobiliário norte-americano. Este ajuste para baixo nos preços dos imóveis provocou um aumento também modesto na inadimplência de contratos de dívidas hipotecárias desencadeando problemas nos mercados de securitização em geral e nos mercados de securitização hipotecária em específico. As incertezas ligadas à existência de produtos financeiros de baixa qualidade e de derivativos complexos nos balanços dos bancos fez com que os prêmios de risco aumentassem sensivelmente no mercado interbancário.

Entre o final de 2006 e o início de 2007 houve a primeira falência ligada ao mercado hipotecário: uma empresa não bancária que era especializada em empréstimos subprime sucumbiu em virtude do aumento da inadimplência dos mutuários. A crescente tensão no mercado de hipotecas subprime aumentou quando em junho de 2007, dois fundos de hedge administrados pelo banco de investimento Bear Stearns que haviam investido em títulos lastreados em hipotecas subprime, colapsaram (ROUBINI; MIHM, 2010).

A derrocada destes dois fundos de hedge do Bear Stearns se deveu a um rebaixamento na classificação de risco feito pela agência de classificação Moody's que reduziu os valores de alguns títulos do banco que eram subprime, mas outrora fora classificado com grau de investimento. Os gestores de um dos fundos ainda conseguiram vender uma certa quantidade de títulos para levantar algum dinheiro; contudo a grande maioria dos títulos não tinham valor algum. Toda a dívida que era vinculada ao mercado subprime teve seu valor reduzido, ampliando os temores no mercado financeiro (MORRIS, 2009).

Estas perdas no mercado hipotecário se somam a perdas em ativos subjacentes a ele o que provocou a interrupção deste modelo de financiamento de curto prazo que era até então a norma no mercado financeiro. Isto acabou conduzindo a um processo de reintermediação forçada dentro do mercado interbancário. Estes eventos sinalizavam que havia problemas mais graves no mercado hipotecário e que suas ramificações dentro das

finanças colocavam em risco todo o sistema financeiro dos Estados Unidos. Em um mundo com as finanças globalizadas, problemas em Wall Street significam problemas no sistema financeiro global (BIS, 2009).

O reflexo dos problemas no mercado de hipotecas subprime atravessou o oceano chegando até o Reino Unido. Primeiramente, um fundo de hedge sediado em Londres que administrava aproximadamente US\$ 900 milhões fechou as portas; posteriormente bancos alemães e suíços anunciaram grandes perdas ligadas a títulos lastreados em hipotecas subprime. A globalização financeira facilitou a transmissão exponencial dos problemas financeiros localizados no mercado hipotecário norte-americano semelhante à rapidez que um vírus é transmitido entre regiões (MORRIS, 2009).

Os dados econômicos e financeiros dos Estados Unidos em julho e agosto de 2007 indicavam que a economia do país estava forte e resiliente, parecendo ser imune aos problemas que já eram perceptíveis no mercado imobiliário e no mercado de empréstimos subprime. No entanto, no dia 9 de agosto de 2007 a suspensão dos saques de três fundos no banco francês BNP Paribas aumentou as tensões no mercado interbancário dos Estados Unidos; iniciava-se a primeira grande crise econômica e financeira do século XXI (KRUGMAN, 2009).

As dificuldades reportadas pelo banco francês não foram o suficiente para que se considerasse que o mundo estava sofrendo uma crise sistêmica e não uma crise de liquidez apenas. Esta percepção começou a ser modificada no começo de 2008 quando mais de trezentas empresas não bancárias que atuavam como emprestadores pediram falências; mais do que isto: diversas instituições que haviam surgido no sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) e seus SPV apresentavam perdas irreversíveis (ROUBINI; MIHM, 2010).

O pânico aumentou quando alguns bancos gigantes sofreram enormes perdas indo à falência ou tendo que ser resgatados pelo seu governo. O gigante americano Bear Stearns encontrou enormes dificuldades de honrar seus compromissos e iria a falência se não tivesse contado com um arranjo do governo norte-americano para que fosse comprado pelo J.P Morgan; já o Northern Rock, um dos principais bancos ingleses no segmento hipotecário, teve que ser resgatado e nacionalizado pelo governo britânico; já a falência do Landesbak Sachsen levou todo o sistema bancário da pequena Islândia à falência (EUROPEAN COMMISSION, 2009).

O arranjo que permitiu ao J.P Morgan assumir o controle do Bear Stearns trouxe um alívio passageiro ao mercado financeiro, mas que rapidamente se esvaiu. Investidores

ao redor do mundo constataram que a desaceleração da atividade econômica não estava restrita a apenas os Estados Unidos, a economia real de diversos países começou a sentir o impacto dos problemas nos mercados financeiros e também começaram a apresentar sinais de contração. Soma-se a isso, as contínuas perdas no sistema bancário e financeiro que colocavam em dificuldades os planos de recapitalização de diversos bancos importantes em nível global; isto significava que o mercado financeiro mundial não estava passando por problemas de liquidez, mas sim o problema naquele momento era de solvência (BIS, 2009).

É importante ressaltar que a operação de salvamento do Bear Stearns foi orquestrada pelo *Federal Reserve* que contava com Ben Bernanke como presidente no lugar de Alan Greenspan. A troca de presidente não significou mudança no comportamento da autoridade monetária dos Estados Unidos que manteve operações de resgates de empresas consideradas grandes demais para quebrar pelo risco sistêmico que isto poderia significar. O Banco Central dos Estados Unidos agindo assim, fomentava o risco moral em Wall Street.

À medida que o mercado financeiro sinalizava mais perdas e a economia real demonstrava sinais de fraqueza, o temor aumentava. Os próximos a sofrerem pressão foram as Fannie Mae e a Freddie Mac, empresas norte-americanas diretamente ligadas ao mercado hipotecário do país; a despeito destas empresas aparentemente apresentarem-se boa capitalização, os spreads relacionados aos créditos de suas dívidas e aqueles ligados à securitização hipotecária atingiram valores semelhantes aos observados no Bear Stearns quando este foi incorporado. A situação dramática no mercado imobiliário dos Estados Unidos fez com que em 13 de julho de 2008, o Tesouro do país aumentasse uma linha de crédito existente e comprasse ações destas empresas. A persistência das incertezas e as pressões no mercado imobiliário fizeram com que no dia 7 de setembro de 2008 o governo norte-americano assumisse o controle formal destas duas empresas (BIS, 2009).

O resgate feito pelo governo dos Estados Unidos das Fannie Mae e da Freddie Mac constatou algo que alguns já acreditavam e que muitos negavam: o mundo vivia uma crise de solvência e não de liquidez. A prova final disto aconteceu alguns dias depois, no 15 de setembro, quando o banco de investimentos *Lehman Brothers* entrou com um pedido de proteção contra falência. A derrocada do quarto maior banco de investimento do mundo encerrou a segunda fase da crise, inaugurando o pior momento da crise de 2008

quando os canais de créditos congelaram e a desconfiança mundial chegou a níveis elevados.

No mesmo final de semana que o Lehman Brothers faliu uma outra gigante do setor financeiro agonizava: a seguradora AIG. A empresa através das suas subsidiárias estava diretamente envolvida com operações de alto risco principalmente aquelas relacionadas com CDS e CDO – a empresa era garantidora de US\$ 300 bilhões em CDO's americanas lastreadas em hipotecas que estavam em poder de bancos europeus que valiam, quando muito, metade deste valor. Naquele momento, o pedido de um empréstimo temporário foi recusado pelas autoridades dos Estados Unidos; contudo a pressão dos governos da União Europeia receosos de que esta perda poderia recair sobre o sistema bancário europeu fez com que o secretário do Tesouro Hank Paulson concedesse um empréstimo de US\$ 85 bilhões ainda na segunda-feira (MORRIS, 2009).

A falência do Lehman Brothers não foi apenas um divisor de águas entre a segunda e a terceira fase da crise; iniciava-se o momento mais sombrio e mais agudo da crise. As autoridades norte-americanas buscaram de diversas formas salvar o banco de investimento sem que houvesse necessidade de dinheiro público; não houve interessados e o governo dos Estados Unidos preferiu deixá-lo afundar. A própria percepção sobre a crise mudou conforme o relatório divulgado pelo BIS (2009, p. 23) “what many had hoped would be merely a year of manageable market turmoil then escalated into a full-fledged global crisis”.

Esta terceira fase da crise pode ser caracterizada por um lado pelos enormes pacotes de resgate promovidas pelos governos dos Estados Unidos e da Europa, por outro lado, houve ações mais coordenadas entre os principais bancos centrais do mundo para reduzirem conjuntamente as taxas de juros. Ademais, esboçava-se pelo governo norte-americano um programa de aproximadamente US\$ 700 bilhões. Estas medidas trouxeram, inicialmente, certo alívio nos mercados financeiros com rebaixamento dos CDS e os *spreads* de 3 meses no interbancário caíram significativamente, principalmente nos Estados Unidos; no entanto o mercado continuava sob forte estresse e com elevados níveis de desconfiança (FURCERI; MOUROUGANE, 2009).

O quadro 2 traz os principais eventos de resgate ocorrido após a falência do Lehman Brothers (15 de setembro de 2008) e o final do mês de outubro daquele ano.

Figura 4 – Resgates feitos no final de 2008

Data e país envolvido	Ocorrido	Custo Fiscal
17 de setembro – Estados Unidos	Nacionalização da AIG	US\$ 87 bilhões
29 de setembro – Países do Benelux	Resgate do banco Fortis	€ 16 bilhões
29 de setembro – Estados Unidos	Citibank compra o banco Wachovia	US\$ 12 bilhões
29 de setembro – Alemanha	Resgate do banco Hypo Real Estate	US\$ 50 bilhões (aumentado para 71 bilhões em 06 de outubro)
29 de setembro – Islândia	Resgate do banco Glitnir	US\$ 850 milhões
29 de setembro – Reino Unido	Resgate do banco Bradford & Bingley	US\$ 32,5 bilhões
30 de setembro – Bélgica	Resgate do banco Dexia	US\$ 9,2 bilhões
30 de setembro – Irlanda	Resgate de diversos bancos	US\$ 572 bilhões
07 de outubro – Islândia	Nacionalização do Lansbanki	
09 de outubro – Islândia	Nacionalização do Kaupthing	US\$ 864 milhões
16 de outubro – Suíça	Resgate do banco UBS	US\$ 59,2 bilhões
19 de outubro – Holanda	ING	€ 10 bilhões
20 de outubro – França	Empréstimo para seis grandes bancos pelo governo	€ 10,5 bilhões
27 de outubro – Bélgica	KBG	€ 3, 5 bilhões

Fonte: Furceri; Mourougane (2009)

A quarta etapa da crise iniciou-se ao final de outubro de 2008 tendo se estendido até março de 2009 e é marcada pela enorme apreensão sobre a estabilidade do sistema financeiro mesmo após a imensa injeção de liquidez que fora feito mundo afora; soma-se a isso a iminência de uma recessão econômica colocava o mundo em compasso de espera imaginando que o mundo sofreria uma queda tão profunda que resultaria em uma outra Depressão, semelhante à observada na década de 1930 (BIS, 2009).

Os indicadores financeiros e econômicos do último trimestre de 2008 e dos primeiros meses de 2009 foram bastante decepcionantes o que aumentou o pessimismo com relação à recuperação. A sinalização de estabilização e possível retomada ocorreu apenas em março de 2009 quando os preços dos ativos apresentaram ligeira recuperação e as oscilações do mercado diminuíram. No entanto, havia um descompasso entre a recuperação do mercado financeiro e aquela observada na economia real sendo que esta

sofria ainda as consequências do pânico global de setembro e outubro de 2008 (BIS, 2009).

4.2 Da crise financeira norte-americana à crise na zona do euro

A reversão no mercado imobiliário dos Estados Unidos ocorrida ainda em 2006 desencadeou uma onda de calotes em contratos de hipotecas, principalmente àqueles relacionados às hipotecas *subprime*. A transformação destes contratos em produtos financeiros foi o grande catalisador da transmissão destes calotes para o sistema financeiro; a globalização financeira se encarregou de intensificar os efeitos em nível mundial.

A falência do banco de investimentos Lehman Brothers em setembro de 2008 serviu apenas como gatilho para evidenciar os enormes desequilíbrios nas quais estava assentada a Zona do Euro. O frenesi da financeirização mundial que culminou com a crise no mercado hipotecário norte-americano serviu apenas como gatilho para os problemas europeus.

4.2.1 As razões para a crise na zona do euro

O primeiro grande choque exógeno que os países participantes da União Monetária Europeia experimentaram foi em 2009 logo após a eleição na Grécia na qual o primeiro-ministro eleito anunciou que o governo antecessor havia camuflado os valores corretos do déficit e da dívida pública do país. No entanto, as razões para que este fato desencadeasse uma crise desta proporção está nas baixas taxas de juros que vigoraram no mundo e dentro do bloco europeu na primeira década do século XXI. A abundância de crédito barato e sua má alocação são as explicações para a ocorrência da crise a partir de 2009. Baldwin e Giavazzi (2015, p. 20) afirmam que:

the EZ [Eurozone] crisis should not be thought of as a sovereign debt crisis. The nations that ended up with bailouts were not those with the highest debt-to-GDP ratios. Belgium and Italy sailed into the crisis with public debts of about 100% of GDP and yet did not end up with IMF programmes, while Ireland and Spain, with ratios of just 40%, (admittedly kept artificially low by large tax revenues associated with the real estate bubble) needed bailouts. The key was foreign borrowing. Many of the nations that ran current account deficits – and thus were relying of foreign lending – suffered; none of those running current account surpluses were hit. The initial shock – the rapid loss of EZ investors' trust in the deficit nations – was amplified in several ways. Given the EZ design, governments who got in trouble had no lender of last resort. Which meant their euro denominated borrowing was akin to foreign currency debt in traditional sudden stop crises. The natural lender of last resort,

the ECB, was explicitly forbidden from playing the role. This ruled out one of the classic ways out of avoiding government default – having the central bank print the money needed to service the debt.

Na mesma direção Gros (2015) afirma que a crise europeia tem início após uma parada repentina dos fluxos de capitais para dentro da Zona do Euro fazendo com que a bolha de crédito vivenciada entre os anos de 2001 e 2007 explodisse. À medida que as perdas privadas se intensificavam o setor público corria em socorro de suas economias através da injeção maciça de recursos para o salvamento de grandes empresas e bancos além da necessidade de promover auxílios sociais para desempregados. Em suma, a situação fiscal dos Estados via sua arrecadação tributária menor em decorrência da desaceleração da atividade econômica; por outro lado havia considerável aumento nas despesas; portanto haveria o aumento da dívida pública como proporção do PIB em todos os países que passassem por situação semelhante. Por fim, o sistema bancário europeu extremamente alavancado e com estreitas relações com os governos, foi o catalisador para que a crise se tornasse sistêmica.

Os países participantes da Zona do Euro com destaque para os países periféricos¹³ gozavam do privilégio de conseguir empréstimos com custos extremamente baixos. Isto se devia basicamente a dois fatores: no mercado financeiro, os prêmios de risco dos países periféricos estavam marginalmente acima do *benchmark* (título alemão) o que significava que os governos destes países poderiam se endividar com custos muito próximos àqueles pagos pela Alemanha; no mercado doméstico, a política monetária única do Banco Central Europeu (BCE) era expansionista para estes países.

Fazer parte da União Monetária Europeia permitiria aos países-membros acessar o mercado financeiro com taxas de juros extremamente favoráveis independentemente da situação macroeconômica do país ou da política fiscal implementada por ele; os rendimentos dos títulos da dívida eram praticamente os mesmos para países como Alemanha, Holanda, Grécia e Portugal. A chancela da Zona do Euro fazia com que países frugais e países perdulários conseguissem se financiar praticamente ao mesmo custo o que era, de certa maneira, permitido pela regulação financeira e pelo Banco Central Europeu que considerava iguais os títulos de todos os países usados como garantia nas suas operações de refinanciamento (FELD; SCHMIDT; SCHNABEL; WIELAND, 2015).

¹³ Portugal, Irlanda, Itália, Grécia, Espanha (PIIGS na sigla em inglês).

O mercado de títulos da dívida pública dentro da União Monetária Europeia pode ser analisado através dos diferenciais de rendimentos dos títulos de 10 anos para um título considerado *benchmark* que é o caso do título emitido pelo governo alemão além de ser fundamental caracterizar quais eram os determinantes destes diferenciais antes da introdução da moeda única e depois dela.

Em linhas gerais, o mercado de títulos da dívida pública antes da união monetária funcionava da seguinte maneira: quatro indicadores da economia de cada país passavam pelo escrutínio do mercado que assim determinava o diferencial de rendimentos: expectativa com relação a variações na taxa de câmbio e ao risco cambial, diferencial tributário e controle sobre movimentações de capitais; liquidez do mercado doméstico e risco de crédito (*default*) (CODOGNO, FAVERO, MISSALE, PORTES, THUM, 2003).

No caso da Zona do Euro, a harmonização tributária foi uma das peças-chaves dentro do processo de integração ganhando ênfase no Tratado de Maastricht eliminando o risco tributário; o controle de capitais já não era mais uma realidade dentro do bloco há anos e, a partir de 1999, com a fixação da paridade das moedas, a volatilidade cambial havia sido eliminada. Persistiria como fatores de diferenciação dos rendimentos a liquidez deste mercado e o risco de crédito (CODOGNO, FAVERO, MISSALE, PORTES, THUM, 2003).

Historicamente, as crises no mercado financeiro aumentam consideravelmente as incertezas entre os investidores que rapidamente promovem alterações nos seus portfólios buscando aumentar suas posições em ativos que possuem menores riscos como os títulos da dívida dos governos uma vez que é os governos tem menor probabilidade de não honrarem seus compromissos. Ademais, o mercado de títulos da dívida pública é um importante indicador de solvência do Estado uma vez que à medida que os investidores pioram sua percepção sobre a capacidade dos governos de honrarem seus compromissos, exigem maiores taxas de juros para comprarem a dívida deste país.

Já pelo lado privado, a lógica dos movimentos de capitais dentro da Zona do Euro obedecia ao seguinte fluxo: os capitais partiam dos países centrais do bloco (Alemanha, França e Holanda) em direção à periferia do bloco (Espanha, Irlanda, Grécia e Portugal). O ponto nevrálgico desta movimentação é que nos países periféricos, essa abundância de capital era investida em setores como construção civil e serviços governamentais de modo que não gerariam retorno suficiente para compensar o investimento inicial. Soma-se a isto que tais movimentos tendiam a provocar pressões de

alta nos custos de produção destes países, tirando a competitividade das exportações destes locais. Ambos os fatores contribuíam para uma sensível piora na conta corrente do balanço de pagamentos destes países (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Bénassy-Quéré (2015) corrobora com o exposto por Baldwin e Giavazzi (2015) quando afirma que a grande maioria destes capitais chegam nos países da periferia e eram direcionados para os setores *non-tradable*. Uma vez que estes setores não contribuiriam para o aumento da capacidade de exportação destes países receptores, o acúmulo de passivos por estes países se provaria cada vez menos sustentável. Ademais, fomentou o investimento maciço no setor imobiliário formando uma bolha que inevitavelmente estouraria.

Este movimento fez com que houvesse aumento significativo nos custos inclusive de salários provocando inflação e perda da competitividade destas economias. Feld, Schmidt, Schnabel, Wieland (2015) apontam que esta situação criava um círculo vicioso dado que esta perda de competitividade afetava também as empresas exportadoras que perdiam consideráveis fatias de mercado. Queda nas exportações, dinheiro barato no mercado interno estimulando as importações, apenas contribuíam para o alargamento cada vez maior dos déficits em conta corrente.

Por outro lado, Overtveldt (2011) afirma que a política monetária única do Banco Central Europeu (BCE) foi fundamental para os eventos de 2009. O autor aponta que a autoridade monetária baseia-se hipoteticamente em uma média das condições gerais das economias participantes da união monetária para tomar suas decisões; por razões de importância, o Banco Central executará a política monetária observando a situação das três principais economias do bloco: Alemanha, França e Itália. Quando estas economias enfrentam desaceleração econômica com aumento do desemprego, o BCE diminui a taxa de juros nominal; esta taxa é será válida para todos os países participantes da Zona do Euro.

Para os países periféricos, esta baixa na taxa de juros nominal serviu como estímulo para a demanda agregada dos países periféricos que, ao longo dos primeiros anos de existência da moeda única, conviveram com taxas de inflação acima daquelas observadas nos países centrais e da própria média da Zona do Euro. A combinação entre inflação em alta e taxa nominal de juros em queda fez com que a taxa real de juros para estes países fosse ainda menor, provocando grande expansão na demanda agregada. Com o custo baixo para captar recursos, os prêmios de risco praticamente inexistentes, a

demanda doméstica tornou-se maior do que a produção nacional, corroborando também para o aumento dos déficits em conta corrente (OVERTVELDT, 2011).

4.2.2 A zona do euro no limiar da sua crise

A crise no mercado hipotecário dos Estados Unidos que rapidamente atingiu o mercado financeiro norte-americano e por conseguinte o as finanças globais podem ser consideradas o gatilho da crise na Zona do Euro, mas não a sua causa. A verdadeira razão para a eclosão da crise no continente europeu foi o excesso de empréstimos público e privado tomados no exterior além de um sistema bancário frágil, alavancado e extremamente endividado (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Com a erupção da crise nos Estados Unidos e o congelamento do mercado financeiro norte-americano rapidamente houve reflexo no mercado europeu provocando a súbita parada dos fluxos de capitais tanto de fora da Zona do Euro como entre os países do bloco. A paralisia no mercado bancário e financeiro europeu levantou suspeitas sobre a saúde financeira dos bancos e até mesmo de governos o que evidenciava uma perigosa simbiose entre bancos e governos que resultariam em graves problemas dentro do bloco (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Na visão de Tabellini (2015) a abrupta interrupção dos fluxos de capitais serviu para evidenciar um trilema existente: em um mundo dominado pelas finanças globalizadas, não é possível para a Zona do Euro ser integrada financeiramente e tem estabilidade financeira sem tem uma política fiscal comum. Na visão do autor, a partir do momento em que cessa os fluxos financeiros, os países mais fracos do bloco não possuem margem fiscal para lidar – lembrando que em muitos países o setor financeiro era muito maior do que a própria economia do país.

A crise financeira de 2008 exacerbou que os chamados países do norte (Alemanha, Holanda, Bélgica e Áustria) acumulavam enormes e crescentes superávits nas suas contas corrente durante os anos que antecederam à crise; estes excedentes eram reciclados nos países da periferia do bloco (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) ampliando os déficits em conta corrente destes países. Em suma: os países do norte, em geral, são aqueles que possuem uma taxa de poupança acima da média, enquanto os países do sul, também em sua maioria, possuem uma taxa de poupança abaixo da média (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Decorre do exposto que a crise financeira que atingiu a Zona do Euro é, inicialmente, uma crise de balanço de pagamentos. Em países soberanos, uma das maneiras mais comuns de corrigir uma crise deste tipo é permitir que a sua moeda se desvalorize para que a conta corrente do balanço de pagamentos torne-se menos deficitária. No entanto, para os países dentro da Zona do Euro, essa opção inexistente dado que não é possível a desvalorização da moeda comum.

O frenesi financeiro do início do século XXI potencializado pelos incríveis avanços nas telecomunicações encontrou solo fértil para expansão dentro da Europa após a entrada em circulação da moeda única em 2002. A combinação de abundância de capital, baixo custo do dinheiro e más escolhas resultou em aumento do endividamento tanto do setor público como do setor privado; contudo, este endividamento não ocorreu de maneira homogênea embora entre os anos de 1999 e 2007 a dívida como proporção do PIB da Zona do Euro como um todo caiu de 72% para 66%

Países como Espanha e Irlanda chegaram em 2007 com dívidas como proporção do PIB muito abaixo do limite estabelecido em Maastricht; o primeiro possuía dívida de 36% do PIB enquanto o segundo possuía uma dívida ainda menor: 24% do PIB. As baixas dívidas destes dois países possuem uma característica peculiar pois ambos os países aumentaram consideravelmente as receitas fiscais em virtude do crescimento exponencial da construção civil. Ao final da bolha, além da queda das receitas, os programas de socorro aumentaram os gastos provocando sensível aumento na dívida destes países. Por outro lado, países como Portugal, Grécia, França e Alemanha sempre estiveram acima do limite estabelecido, mesmo nos anos de bonança (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

A tabela 3 abaixo traz o comparativo do acúmulo de desequilíbrios existentes entre os países da Zona do Euro entre os anos de 1999 e 2007, ano anterior à falência do banco de investimento Lehman Brothers.

Tabela 3 Desequilíbrios orçamentários e externos pré-crise de 2008

Países	1999 a 2007 (% do PIB)	
	Saldo acumulado em conta corrente	Déficit orçamentário acumulado
Portugal	-96%	-36%
Grécia	-84%	-47%
Espanha	-60%	2%
Irlanda	-21%	14%
Itália	-8%	-26%
Zona do Euro	-2%	-17%
França	6%	-23%
Áustria	16%	-19%
Alemanha	27%	-19%

Bélgica	47%	-5%
Holanda	48%	-5%
Finlândia	61%	33%
Luxemburgo	98%	23%

Fonte: (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Aglietta (2013) faz uma análise comparativa do endividamento de alguns países da Zona do Euro antes da crise no mercado hipotecário norte-americano (2007) e antes da crise europeia (2009). O autor corrobora com Baldwin e Giavazzi (2015) quando afirma que o alto endividamento público é apenas uma parte da explicação da crise europeia; o elevado endividamento privado teve parcela significativa de culpa nos problemas do bloco.

Pode-se analisar o setor bancário que dentro da Zona do Euro possuía características bastante distintas do seus pares norte-americanos. Authers (2012) afirma que dentro do continente europeu existia uma mentalidade dentro dos governos de promover campeões nacionais no setor bancário o que levou grandes conglomerados que atuavam nas mais distintas atividades financeiras a se expandirem de maneira significativa. Isto implicava em um risco moral enorme para o bloco dado que os gestores se achavam grandes demais para que os governos permitissem suas falências – isto fazia com que os bancos não se esforçassem tanto para performar bem.

A tabela 4 abaixo mostra a evolução do tamanho do sistema bancário europeu antes da crise financeira de 2008, corroborando com as ideias apresentadas por Authers (2012).

Tabela 4 Evolução do tamanho do sistema bancário dentro da Zona do Euro

Países	Ativos bancários (% do PIB)	
	Aumento entre 2000 e 2008	Ativos bancários em 2008
Portugal	44%	262%
Grécia	36%	173%
Espanha	121%	296%
Irlanda	464%	783%
Itália	85%	235%
Zona do Euro	94%	335%
França	180%	395%
Áustria	305%	379%
Alemanha	18%	316%
Bélgica	83%	392%
Holanda	-9%	375%

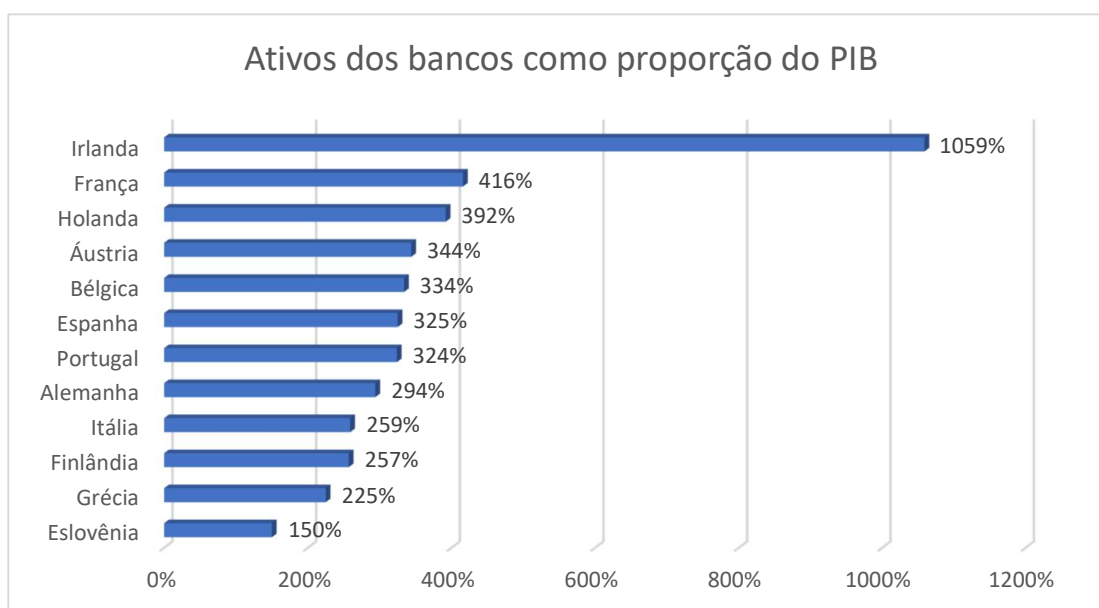
Finlândia	101%	197%
Luxemburgo	-577%	2.367%

Fonte: (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Os programas de salvamento ao sistema financeiro e a retração dos PIB por toda Zona do Euro fez com em alguns casos o tamanho dos bancos aumentassem dois anos após a falência do Lehman Brothers. O gráfico 1 abaixo mostra o tamanho do sistema bancário europeu como proporção do tamanho das economias às quais eles pertencem em 2010.

Os números acima mostram um panorama geral do que Gross e Micossi (2008) chamaram de um sistema bancário europeu grande demais para quebrar (*too big to fail*) e grande demais para ser salvo (*too big to be saved*). Os autores ilustraram a situação exemplificando dois grandes bancos do continente: o gigante alemão Deutsche Bank possuía alavancagem acima de 50 e um passivo por volta de €2 trilhões equivalendo a mais de 80% do PIB do país; já o belga Fortis possuía alavancagem de 33 e passivo algumas vezes superior ao PIB do país.

Figura 5 Ativos dos Bancos como proporção do PIB em 2010



Fonte: o autor com base em AUTHERS (2012)

A falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 significou congelamento dos fluxos de capitais pelo mundo. A retração da atividade econômica e o aumento da aversão ao risco se espalhou pelos mercados mundiais inclusive pela Zona do Euro, com destaque para aqueles países que possuíam excesso de dívidas públicas e privadas e/ou grandes déficits em conta corrente; os prêmios de risco de países como Grécia, Itália, Irlanda e Portugal aumentaram em 2 ou 3 pontos percentuais. No entanto,

no verão europeu de 2009, a crise desencadeada pela bancarrota do Lehman um ano antes parecia que não resultaria em uma nova depressão dentro do continente (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

4.2.3 A crise da zona do euro

O gatilho para a crise europeia se deu com a eleição na Grécia em outubro de 2009 quando o novo governo eleito anunciou que os governos anteriores haviam manipulado os resultados fiscais do país de modo que o déficit orçamentário de verdade do país era o dobro do divulgado. Micossi (2015) aponta que a crise fiscal grega funcionou como um detonador da crise dentro da Europa pois ligou o sinal de alerta das autoridades e da opinião pública sobre a possibilidade de que outros países pudessem ter camuflado seus resultados fiscais violando as regras fiscais do bloco; além disto, despertou o mercado financeiro para a possibilidade de *default* soberano uma vez que dentro da Zona do Euro inexistia a possibilidade de fornecimento de liquidez pela autoridade monetária – financiamento de déficits públicos pelo Banco Central Europeu – além de operações de resgate organizadas pela autoridade monetária – função de prestador de última instância.

Após a revelação da fraude contábil, a Grécia se encontrou em uma típica crise da dívida pública que foi se agravando à medida em que os investidores começaram a crer que a dívida do país era insustentável. Isto provocou aumento nos prêmios de risco e consequentemente elevação na taxa de juros para rolagem da dívida; isto aumentava os serviços do pagamento da dívida o que aumentava o déficit orçamentário. Instalou-se na Grécia um círculo vicioso depressivo que só agravava ainda mais a situação do país. Para finalizar, as agências de crédito rebaixaram a nota de crédito da dívida grega, elevando significativamente os custos que o governo do país pagaria para se financiar (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Engolfada por uma crise fiscal a Grécia tinha dois caminhos: promover o *default* da sua dívida ou ser resgatada por um prestador de última instância. Convencida de que a falência de um país pertencente ao bloco poderia levar a implosão da Zona do Euro, ficou estabelecido que a Grécia teria que ser resgatada; o prestador de última instância, neste caso, seria uma junção dos países pertencentes à Zona do Euro, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional (FMI) – este grupo ficou conhecido como Troika (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Aglietta (2018) afirma que mesmo sendo uma economia pequena dentro da Zona do Euro (menos de 5% do PIB total do bloco) a crise grega rapidamente se disseminou por outros países do bloco, com destaque para Portugal, Espanha e Itália. A proliferação do temor dentro do bloco europeu fez com que investidores sacassem quantidades significativas de títulos da dívida destes países o que fez a taxa de juros dispararem e os valores destes títulos despencarem o que contribuiu para uma maior deterioração dos balanços do sistema bancário como um todo.

O primeiro pacote de resgate da Grécia falhou. Afora a demora para a aprovação, o mercado julgou que ele seria insuficiente do ponto de vista monetário de modo que não faria com que a dívida grega convergisse para uma trajetória sustentável. A descrença dos investidores fez com que os custos para o governo grego tomar empréstimos e continuar se financiando aumentasse ainda mais atingindo patamares próximos de 8%, aumentando ainda mais o déficit orçamentário. Pior, os custos de financiamento dos governos da Irlanda e de Portugal também cresciam a níveis preocupantes (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

O fracasso do primeiro programa de resgate da Grécia e a consequente elevação nos custos de financiamento inaugura uma nova etapa da crise europeia: o contágio aos chamados países periféricos do bloco. É digno de nota que os países que sofreram esta primeira onda de contágio eram países que gozavam de uma situação fiscal confortável (exceto a Itália); no entanto, eram países que tinham um enorme desequilíbrio externo com sucessivos e crescentes déficits em transações correntes – economias que dependiam sistematicamente de financiamento externo (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

O aumento da aversão ao risco no mercado financeiro com relação aos países periféricos não foi suficiente para mudar a posição política dentro da Zona do Euro. Overtveldt (2011) aponta que em fevereiro de 2010, o Conselho Europeu emitiu um comunicado afirmando que a estabilidade do sistema financeiro europeu era uma responsabilidade coletiva, indicando claramente que os bancos teriam que assumir algum prejuízo nos próximos programas de salvamento, caso ocorresse. Ao mesmo tempo a chanceler alemã Angela Merkel apoiada pelos países superavitários (Holanda, Finlândia e Áustria) recusava-se a socorrer os países em crise.

Os temores com relação a capacidade dos governos de honrarem seus compromissos tornou os investidores de dentro da Zona do Euro ainda mais receosos e estes diminuíram significativamente seus empréstimos para os países periféricos ocasionando uma enorme e súbita interrupção dos fluxos financeiros. Este fato acelerou

a crise dentro do bloco atingindo, por razões distintas, países como Portugal e Irlanda (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

No caso irlandês, o calcanhar de Aquiles da economia era o enorme tamanho do seu sistema bancário em comparação ao tamanho da sua economia bem como o elevado nível de alavancagem que este se encontrava. Quando da crise financeira, o sistema bancário implodiu e o governo do país entrou em ação socorrendo todo o sistema provocando aumento significativo no seu déficit fiscal e na sua dívida. Já no caso português, o país vivia anos e anos além dos seus limites e tinha acumulado enormes déficits em transações correntes. Em ambos os casos, a redução significativa de fluxos financeiros foi decisiva para que os países ficassem à beira do precipício, ambos tendo que ser resgatados em 2010 e 2011 (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

Os dois programas de salvamento não foram suficientes para acalmar o mercado, pelo contrário, os investidores continuavam a exigir prêmios cada vez maiores para rolar as dívidas dos três países resgatados. Pior do que isto: o mercado começou a aumentar o custo de financiamento de economias como Bélgica, Espanha e Itália, esta última principalmente, grande demais para falir. Iniciava-se uma nova fase de contágio dentro da Zona do Euro com a migração dos temores para países centrais e grandes demais para serem resgatados (BALDWIN; GIAVAZZI, 2015).

4.3 A atuação das instituições europeias para manter a integração

O Banco Central Europeu (BCE) foi um dos principais atores institucionais dentro da União Monetária Europeia (UME) no combate à crise financeira de 2008. Apesar de sua atuação ter sido além das suas atribuições – o Banco Central atuou como um prestador de última instância o que não está escrito no seu estatuto – a autoridade monetária não possui todos os meios para combater uma crise daquele tamanho. É importante notar que sem ele, a situação poderia ter sido muito pior, mas é importante notar que sozinho, o Banco Central não consegue superar um desafio daquela proporção.

A atuação do BCE durante a crise de 2008 pode ser dividida em duas grandes frentes: a política monetária convencional e a política monetária não convencional. Dentro da primeira, consiste basicamente os instrumentos tradicionais de política monetária; já na segunda envolve novas formas de atuação que os Bancos Centrais como a expansão dos seus balanços (*balance sheet*) utilizadas, principalmente, quando os mecanismos tradicionais já estavam próximos de serem esgotados.

A compreensão de como se deu a atuação do BCE durante a crise de 2008 perpassa pelo entendimento de como a crise foi transmitida dos Estados Unidos para a União Monetária Europeia. Os canais de transmissão, segundo a European Commission (2009), foram:

- a) Ligações entre as economias mundiais via sistema financeiro: as perdas iniciais no mercado financeiro foram concentradas nos Estados Unidos, mas rapidamente alastraram-se para Europa provocando forte retração na atividade econômica. Ademais, o processo de desalavancagem do sistema bancário dos principais países do bloco fez com que os mercados emergentes, principalmente a periferia da Europa, sofressem fuga de capitais;
- b) Efeito riqueza e efeito confiança: à medida que os ativos financeiros, incluindo imóveis, fossem se desvalorizando, a riqueza das famílias diminuiu; soma-se esta queda com o aumento das incertezas, a demanda por bens duráveis diminuiu sensivelmente, refletindo em quedas na demanda agregada;
- c) Comércio internacional: o comércio internacional resume bem os demais canais pois as incertezas levaram os consumidores a postergarem suas decisões de consumo em bens duráveis; estes são dependentes de crédito e o mercado financeiro estava paralisado, reduzindo consideravelmente os fluxos comerciais.

Diante destes mecanismos de transmissão da crise financeira de 2008, o foco agora passa a ser na análise condução da política monetária pelo Banco Central Europeu desde o primeiro foco de problemas no mercado financeiro, em agosto de 2007. A partir da análise da evolução da taxa de juros deste período é possível avaliar que na Europa, também, a percepção generalizada entre os *policy-makers* era de uma crise de liquidez e não uma crise sistêmica.

O Banco Central Europeu se encontrou no dia 02 de agosto de 2007, dias antes da divulgação dos problemas em dois fundos de hedge do BNP Paribas, e naquela ocasião optou por manter inalterada as três principais taxas sob seu controle: *minimum bid rate on the main refinancing operations* (4,0%), *interest rate on the marginal lending facility* (5,0%) e *deposit facility* (3,0%). Durante praticamente um ano, estas taxas foram as que vigoraram dentro da UME até que em julho de 2008, após a falência do Bear Stearns e os problemas nas empresas de hipotecas norte-americanas Fannie Mae e Freddie Mac, o BCE aumentou em 0,25 pontos percentuais das três taxas (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008).

A falência do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 fez com que o BCE convocasse uma reunião de emergência para o dia 08 de outubro. Naquele momento, a percepção sobre a crise havia mudado; as conversas com os mais importantes bancos centrais do mundo tinham clarificado para as autoridades europeias que a crise necessitava de medidas mais energéticas do ponto de vista monetário. Temeroso que a situação pudesse se agravar,

The Governing Council of the European Central Bank (ECB) today decided, by means of a teleconference, on the following two measures:

- As from the operation settled on 15 October, the weekly main refinancing operations will be carried out through a fixed-rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operation, i.e. currently 3.75%.
- As of 9 October, the ECB will reduce the corridor of standing facilities from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operation. Therefore, as of 9 October, the rate of the marginal lending facility will be reduced from 100 to 50 basis points above the interest rate on the main refinancing operation, i.e. currently to 4.25%, and the rate of the deposit facility will be increased from 100 to 50 basis points below the interest rate on the main refinancing operation, i.e. currently to 3.25%.

The two measures will remain in place for as long as needed, and at least until the end of the first maintenance period of 2009, on 20 January.

The ECB will continue to steer liquidity towards balanced conditions in a way which is consistent with the objective to keep short-term rates close to the interest rate on the main refinancing operation (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008, p. 6)

Importante salientar que o BCE naquele momento não via nenhuma pressão inflacionária no horizonte relevante para a execução da política monetária. Sempre importante mencionar que a política monetária dentro da UME era guiada pelo regime de metas de inflação no qual a inflação deveria ser no máximo 2% ao ano e este deveria ser o único objetivo da política monetária.

Na reunião seguinte em 06 de novembro de 2008, o BCE continuou com sua política monetária expansiva com fornecimento de liquidez para o sistema financeiro. Não vislumbrando pressões inflacionárias de demanda, principalmente para o ano de 2009, em virtude da piora da crise financeira, a autoridade monetária europeia optou por mais um corte de 0,5 pontos nas taxas cobradas (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008b).

Na última reunião do Banco Central Europeu em 04 de dezembro de 2008, o comunicado seguia na mesma direção do anterior: as pressões inflacionárias futuras eram praticamente inexistentes e a situação do sistema financeiro mundial continuava sob forte

tensão e estresse mantendo elevada o nível de incerteza mundial. Com esse diagnóstico, o BCE reduziu todas as suas taxas relevantes em 0,75 pontos, sendo que a taxa de juros de curto prazo do bloco atingia o patamar de 2,5% ao ano – redução de 1,75% em três meses, evidenciando a dramaticidade da situação (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008c).

Ao longo de 2009 a política monetária do BCE continuou sendo acomodatória mantendo os mercados irrigados com crédito barato. A taxa de juros, por exemplo, que encerrou o ano de 2008 em 2,5%, terminou o ano seguinte em 1,0% patamar alcançado na reunião de maio daquele ano. O quadro 3 abaixo mostra a evolução da política monetária desde a piora na crise financeiro em setembro de 2008 até o final de 2009. Fica evidente que a política monetária convencional estava muito próxima do seu limite.

Figura 6 Política monetária convencional entre setembro de 2008 e dezembro de 2009

Reunião	<i>Main refinancing operations</i>	<i>Marginal lending facility</i>	<i>Deposit facility</i>
04 de setembro de 2008	4,25%	5,25%	3,25%
02 de outubro de 2008	4,25%	5,25%	3,25%
08 de outubro de 2008	3,75%	4,75%	2,75%
06 de novembro de 2008	3,25%	3,75%	2,75%
04 de dezembro de 2008	2,50%	3,00%	2,00%
15 de janeiro de 2009	2,00%	3,00%	1,00%
05 de fevereiro de 2009	2,00%	3,00%	1,00%
05 de março de 2009	1,50%	2,50%	0,50%
02 de abril de 2009	1,25%	2,25%	0,25%
07 de maio de 2009 (*)	1,00%	1,75%	0,25%
04 de junho de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
02 de julho de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
06 de agosto de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
03 de setembro de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
08 de outubro de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
05 de novembro de 2009	1,00%	1,75%	0,25%
03 de dezembro de 2009	1,00%	1,75%	0,25%

(*) O Banco Central Europeu passou a comprar a partir daquela data títulos denominados em Euro que fora emitido dentro do bloco.

Fonte: European Central Bank (2009).

Concomitantemente com a política monetária convencional, o Banco Central Europeu começou a fazer uso, ainda no primeiro semestre de 2009, de políticas monetárias não convencionais. A atuação da autoridade monetária oferecia ajuda indireta para financiamento das dívidas dos governos com dificuldades em conseguir fazê-lo através do mercado financeiro; Bastasin (2015) classifica isto como uma “Grande Barganha”. Nas palavras do autor:

when, in May 2009, the ECB decided to step in decisively and help the ailing banks through a huge provision of liquidity, these banks were asked by the governments to use the money to buy the public bonds, and the banks complied by purchasing up to 70 percent of the new debt issued by their national states in 2009. This mechanism helped to ease the funding of the states, but further segmented the euro area by concentrating different levels of risks inside the national borders. The Grand Bargain was a short-term, emergency solution, but it also had severe drawbacks, and the ECB wanted it to be temporary and asked, in vain, for a more structural solution for the deleveraging of banks and states. The lack of compliance by the governments marked the beginning of an arm twisting, destined to last years, between the ECB, which was urging an exit strategy from the financial crisis, and the national governments, which were procrastinating on their commitment to tackle the banking predicaments, particularly in light of the severe recession (BASTASIN, 2015, p. 96).

A progressiva deterioração econômica da Grécia já havia contagiado os demais países periféricos da União Europeia e ameaçava transbordar para países aparentemente imunes à sanha do mercado financeiro. Os pacotes de ajuda financeira até então disponibilizados, principalmente para o país helênico, não haviam trazido nenhum tipo de calma aos investidores. O bloco europeu parecia ter chegado a uma encruzilhada: fortalecia a integração e tomava medidas radicais para conter os avanços do mercado ou deixaria à própria sorte a Grécia e os países com problemas financeiros.

Em maio de 2010, os vinte e sete ministros das Finanças de todos os países pertencentes à União Europeia junto da Troika composta pelo FMI e duas das principais instituições do bloco europeu, a *European Commission* e o Banco Central Europeu, apresentaram uma proposta baseado em três vertentes para um fundo de resgate cujo montante previsto alcançava a cifra de €750 bilhões. Ainda dentro deste programa, haveria uma mudança radical no papel que havia sido estabelecido para o Banco Central Europeu no Tratado de Maastricht; esta mudança seria decisiva para auxiliar o combate de futuras crises que o bloco pudesse enfrentar (OVERTVELDT, 2011).

A mudança radical ao qual o BCE foi submetido é uma emenda ao artigo 125 do Tratado da União Europeia. A partir desta emenda, a autoridade monetária europeia estava autorizada a comprar títulos dos países – inicialmente da Grécia, mas posteriormente da Espanha e Itália – no mercado secundário. A permissão para o BCE atuar no mercado secundário o afastava do seu objetivo precípua, qual seja, de buscar a estabilidade dos preços; ademais isto implicava que os países não mais tinham responsabilidade exclusiva pelas políticas fiscais (PETRAKIS; KOSTIS; VALSAMIS, 2013).

Bastasin (2015) aponta que esta decisão do BCE comprar títulos da dívida pública de maneira direta, asseguraria ao mercado que haveria sempre um demandante para este

produto. Isto significaria a criação (impressão) de dinheiro novo para financiar os déficits dos países-membros o que não só geraria pressão inflacionária, como dito acima, como também eliminaria a independência da autoridade monetária das pressões políticas. Por isto, afirma Overtveldt (2011), que o Banco Central Europeu aceitou a nova função com muita relutância o que minava a credibilidade da proposta de criação do fundo de resgate.

A primeira vertente do programa era a criação do *European Stabilisation Mechanism* (ESM) que seria composto por dois fundos: *The European Financial Stability Facility* (EFSF) e *The European Financial Stability Mechanism* (EFSM). O primeiro tinha por objetivo levantar €440 bilhões em garantias fornecidas pelos países da Zona do Euro; já o segundo seria uma linha supranacional de €60 bilhões que seria administrada pela *European Commission*. A segunda vertente do programa ficaria a cargo do Fundo Monetário Internacional (FMI) que forneceria ao ESM, de maneira suplementar, o montante de €250 bilhões. Por fim, a terceira vertente foi o compromisso do Banco Central Europeu em intervir nos mercados para prevenir choques de grandes proporções ou até mesmo *defaults* (OVERTVELDT, 2011).

Baldwin e Giavazzi (2016) ressaltam que o *European Stabilisation Mechanism* (ESM) teria sido elaborado como um mecanismo que ajudaria na partilha dos riscos financeiros entre os países da Zona do Euro. O montante alocado dentro deste programa, €500 bilhões, serviria para fornecer ajuda financeira a qualquer país-membro da União Monetária que fosse atingido durante a crise. Bastasin (2015) complementa que o EFSF permaneceria em vigência até 2013 quando seria substituído pelo ESM que teria caráter permanente.

Overtveldt (2011) aponta que haveria um *gap* entre o anúncio do estabelecimento do EFSF (maio) e a sua entrada em funcionamento (agosto) e que este vácuo temporal seria percebido pelo mercado o que o manteria sob tensão. Somente o ECB seria capaz de agir prontamente para tentar dissipar os temores; o fez através da criação do *Securities Market Programme* (SMP) que permitia que a instituição comprasse títulos públicos e privados no mercado secundário. Nos seis primeiros meses de existência, a autoridade monetária interveio com aproximadamente €70 bilhões.

Embora seja consenso que a criação do ESM foi um passo relevante no fornecimento de ajuda aos países envolvidos e que isto serviria para manter e consolidar a integração europeia, Tabellini (2016) apresenta duas razões pela qual ele não acredita que a estrutura do programa seja adequada para mitigar os efeitos de uma parada repentina nos mercados financeiros. A primeira é que o montante aportado no fundo equivale a

aproximadamente 5% do PIB da Zona do Euro e talvez fosse insuficiente para evitar uma crise sistêmica; a segunda é que a decisão de conceder ou não recursos a qualquer país que faça parte do ESM devem ser tomados por unanimidade e seria necessário, em alguns países, a aprovação prévia do Parlamento. Esta última razão levanta dúvidas se de fato os recursos estariam ou não disponíveis o que aumentava as incertezas sobre eventuais resgates.

Por conta destas incertezas levantadas por Tabellini (2016) que Gros e Belke (2015) apontaram que seria importante o bloco criar uma união bancária e de mercados de capitais como forma de partilhar os riscos financeiros entre os países participantes do bloco. Os autores afirmam que a criação de um sistema comum de resseguro de depósitos seria fundamental e eliminaria a necessidade de uma união fiscal, tema caro aos políticos do bloco.

As medidas até então propostas e executadas pela União Europeia pareciam não surtir os efeitos desejados para tranquilizar o mercado financeiro. O bloco parecia estar sempre um passo atrás do mercado; sempre agindo de maneira reativa e nunca de forma propositiva. Essa forma de atuar colocava em risco todos os esforços feitos desde 1951 para integrar o continente europeu; no entanto entre os dias 11 e 12 de maio de 2010, “in a crisis atmosphere, and acting out of fear of the consequences of inaction, the European authorities were giving shape to a greater policy coordination and to better economic governance” (BASTASIN, 2015, p. 202).

No dia 11 de maio, o presidente da *European Commission* recebeu um documento que versava sobre as barreiras que ainda existiam e que impediam a plena integração econômica dos países participantes da União Europeia. No dia seguinte, a própria *European Commission* apresentou um conjunto de propostas para melhorar a governança econômica do bloco que incluíam o reforço ao cumprimento por todos os países do Pacto de Estabilidade e Crescimento além de uma mais profunda coordenação das políticas fiscais dos países – seria convocado anualmente o *European Semester* que funcionaria para coordenar iniciativas fiscais e reformar programas nacionais dentro do arcabouço europeu. Nas palavras de Bastasin (2015, p. 202) “all combined, the policy actions represented a great step forward in euro zone economic policy coordination”.

A despeito de todas estas mudanças institucionais que a União Europeia estava promovendo, reforçando os laços desta integração, a crise dentro do continente não terminava; pelo contrário se aprofundava. Como um efeito dominó, no qual Grécia, Irlanda e Portugal já haviam sido derrubados e socorridos, a bola da vez naquele momento

era a Espanha; a questão é que a economia espanhola seria *too big to bail*. A Europa precisava reagir novamente.

Desta vez, a incumbência de uma resposta veio do Banco Central Europeu (BCE). O presidente de bancos centrais é uma pessoa que detém nas suas mãos poderes extraordinários; em muitas das vezes são considerados magos vide Alan Greenspan nos Estados Unidos. Mario Draghi, o então *chairman* do Banco Central Europeu não precisou tomar nenhuma atitude de imediato; apenas proferiu a famosa frase em 26 de junho de 2012 que durante a sua gestão à frente da autoridade monetária faria “o que fosse necessário para preservar o euro; acreditem, será o suficiente”¹⁴. Na sequência, em 02 de agosto, anunciou que o Banco Central estava considerando atuar no mercado secundário de dívidas com vistas a restaurar o bom funcionamento da política monetária dentro do bloco.

A concretização da ideia exposta por Draghi em agosto se deu no dia 06 de setembro de 2012. Naquele momento, o Banco Central Europeu anunciava mais um plano para enfrentar a crise: o *Outright Monetary Transactions* (OMT). A ideia era que os bancos centrais pudessem intervir nos mercados secundários de títulos dos países que estavam enfrentando dificuldades além de assegurar que a transmissão da política monetária ocorresse de maneira adequada (PETRAKIS; KOSTIS; VALSAMIS, 2013).

O OMT funcionou como o maior mecanismo de estabilização que o Banco Central Europeu dispunha; além de ser um instrumento de combate à crise financeira, significaria a transposição da soberania para o nível federal, aprofundando a integração do bloco. Isto significava alguma forma de compartilhamento de riscos quando a autoridade monetária optasse por atuar no mercado secundário de dívidas problemáticas, dado que não é possível dirimir o que é risco de liquidez do que é risco de solvência (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2016).

Bofinger (2016) afirma que o mecanismo criado pelo Banco Central Europeu (o chamado OMT) é um instrumento de emergência eficiente para mitigar riscos de insolvência; no entanto o autor acredita que não seria prudente ele funcionar como um mecanismo permanente. O ideal seria que a Zona do Euro criasse mecanismos de mutualização das dívidas (será tratado adiante no capítulo 5) como forma de garantir maior estabilidade dentro do bloco.

¹⁴ “whatever it takes to preserve the euro. Believe me, it will be enough”

Não se pode perder de vista que conforme a crise se desenrolava e União Europeia reagia propondo novos arranjos institucionais para combatê-la e para manter viva a integração do bloco, propostas de uma união bancária eram discutidas e avanços foram sendo feitos, como será visto adiante no capítulo 5. Embora muitas destas propostas e arranjos feitos ao longo dos anos 2010-2012 sejam incompletas e algumas delas só se saberá a sua efetividade quando houver uma crise semelhante à crise de 2010, construía-se uma União Europeia mais forte, mais unida e mais preparada para enfrentar turbulências futuras.

Bénassy-Quéré (2016, p. 62) sintetiza estes progressos feitos durante o período acima citado.

Since the inception of the crisis, major progress has been achieved in the Eurozone to make it more resilient. Although still unfinished and not fully tested, the banking union will contribute to reducing systemic risks in the Eurozone, protecting taxpayers from residual risks, and attenuating the sovereign-bank risk loop. In parallel, the introduction of the European Stability Mechanism (ESM) has proved instrumental in dealing with sovereign debt crises through conditional financial assistance. Here again, the agenda is still unfinished since the ESM will hardly address a sovereign debt crisis in a large member state, and because the question of sovereign debt restructuring is still unsolved. Finally, the ECB has provided a powerful backstop to self-fulfilling liquidity crises through its commitment to intervene on secondary markets against adequate conditionality. Although still untested, the Outright Monetary Transactions (OMTs) have been a major stabilisation tool.

5 A CRISE DA COVID-19

5.1 Aspectos gerais da crise financeira da covid-19

O início do mês de dezembro de 2019 é o marco inicial da pandemia desencadeada pelo novo Coronavírus. Inicialmente tratada como apenas uma crise sanitária o 2019-nCoV ou vírus de Wuhan foi descoberto em um mercado de animais na cidade chinesa de Wuhan e rapidamente se espalhou; ao final de janeiro de 2020, países como Estados Unidos, Japão, Coreia do Sul, Tailândia haviam recebido viajantes infectados provenientes da China. A facilidade de transmissão do vírus associado à velocidade de proliferação fez com que uma crise sanitária rapidamente se transforma-se em uma crise financeira mundial (THE ECONOMIST, 2020a).

Diferentemente de qualquer outra crise financeira decorrente de um problema sanitário, a pandemia do novo Coronavírus é algo *sui generis* em termos econômicos. Em primeiro lugar, Baldwin e Di Mauro (2020) afirmam que as principais pandemias que assolaram o mundo no após a Segunda Guerra Mundial atingiram países que não eram as maiores potências econômicas no plano global; já a pandemia da COVID-19 atingiu de maneira praticamente simultânea as sete nações¹⁵ mais ricas do mundo que juntas perfazem aproximadamente 60% do PIB mundial, 65% da produção manufatureira do mundo e 41% da exportação de produtos industriais.

Baldwin e Tomiura (2020) pontuam outro aspecto que torna a pandemia da COVID-19 especial e diferente das anteriores é que ela é um choque simultâneo de oferta e de demanda. Conforme salientado anteriormente, o gigantismo industrial destes países faz com que estes países sejam primordiais para as cadeias de suprimentos globais seja em entre eles próprios ou entre eles e outras nações. Nas palavras dos autores, choques nestes países criaria o chamado *supply chain contagion* que nada mais é do que a propagação dos choques sofridos nos países do G7 para outras nações da cadeia de suprimentos.

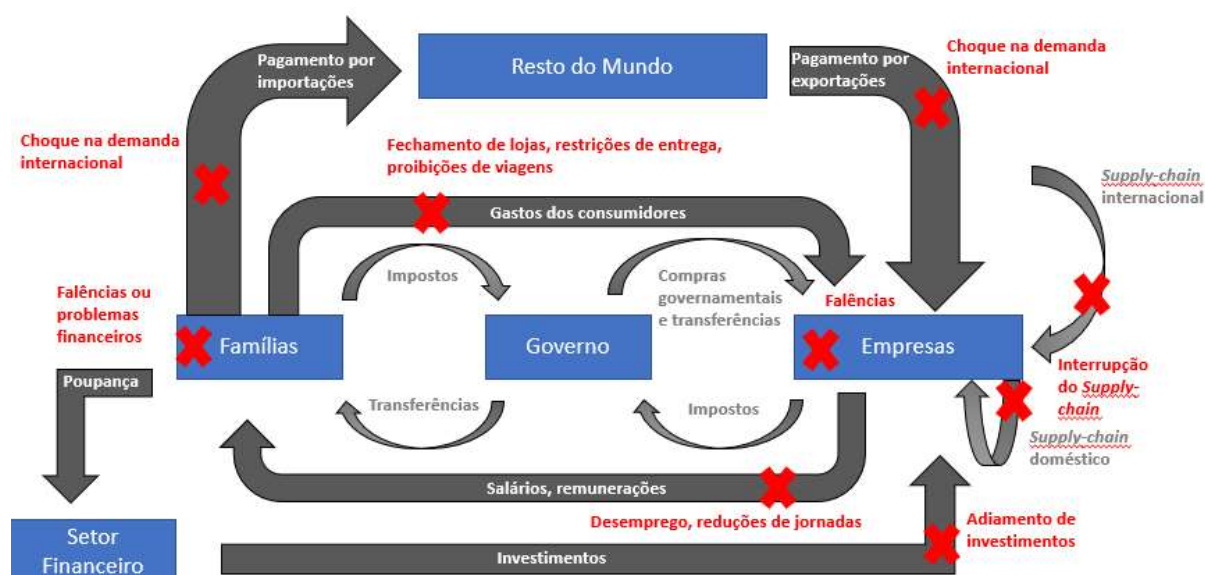
Em nível individual, a existência do vírus faz com que os trabalhadores contaminados sejam afastados temporariamente de suas atividades fazendo com que a

¹⁵ Estados Unidos, China, Japão, Alemanha, Reino Unido, França e Itália.

produção da economia se retraia; em alguns casos, estes trabalhadores que não estão trabalhando em virtude da doença não recebem seus vencimentos e, neste caso, não gastam. A redução e/ou interrupção na produção industrial faz com que haja disrupção nas cadeias de valores pelo mundo afetando as linhas de produção resultando em aumento no desemprego ou em manutenção destes com salários reduzidos diminuindo o poder de compra das famílias. Ademais, o aumento das incertezas futuras sobre a situação econômica e sobre a evolução da doença fazem com que os agentes econômicos posterguem suas decisões de consumo e investimento (BALDWIN; DI MAURO, 2020).

A figura 3 abaixo ilustra o fluxo circular da renda ampliado e aplicado para a pandemia da COVID-19 com os possíveis pontos de disrupção em cada elo da economia.

Figura 7 Fluxo circular da renda



Fonte: Fonte: o autor com base em BALDWIN (2020) .

À medida que o número de pessoas infectadas aumentava, os governos começaram a adotar medidas cujos objetivos eram reduzir a taxa de transmissão da doença; dentre estas medidas pode-se destacar *lockdowns*, quarentenas e proibições de viagens – muitos países fecharam suas fronteiras – provocando uma queda significativa na demanda por serviços como turismo (passagens aéreas e hotelaria) e lazer (eventos esportivos e musicais por exemplo).

Importante salientar que há distinções entre as crises da COVID-19 daquela acontecida em 2008. Danielsson, Macrae, Vayanos, Zigrand (2020) afirmam que embora haja semelhanças entre as duas crises no que tange ao sistema financeiro – falências, redução drástica na liquidez, grandes perdas – não se vislumbra uma crise sistêmica como

foram as crises financeiras anteriores a esta. Para evidenciar as diferenças entre os eventos usaremos as definições de risco financeiro endógeno e risco financeiro exógeno.

Danielsson e Shin (2002, p.1) os definem como:

Endogenous risk refers to the risk from shocks that are generated and amplified within the system. It stands in contrast to exogenous risk, which refers to shocks that arrive from outside the system. Financial markets are subject to both types of risk. However, the greatest damage is done from risk of the endogenous kind.

O que chama a atenção em qualquer crise financeira é que em todas elas, em algum momento, há respostas endógenas dos próprios integrantes do sistema financeiro. À medida em que a crise vai se deteriorando e a disposição dos participantes de mercado em assumirem risco diminui, os empréstimos vão reduzindo até que os canais de créditos fiquem vazios. Neste momento, os portfólios são ajustados para posições mais conservadoras, como menor exposição ao risco. A crise de 2008 foi exatamente assim, em princípio (DANIELSSON; MACRAE; VAYANOS; ZIGRAND, 2020).

Já a crise desencadeada pela pandemia da COVID-19 é exógena *per se* ao sistema financeiro uma vez que ela se origina fora dele, mas diferentemente de 2008 não é o tipo de crise que não trouxe à tona vulnerabilidades que coloquem em risco o sistema financeiro como um todo. Isto porque, na visão de Danielsson, Macrae, Vayanos e Zigrand (2020):

- a) Embora a COVID-19 é um choque exógeno e não a consequência das fraquezas de um sistema;
- b) Os bancos, elo frágil na crise de 2008 e disseminador dos efeitos da crise, estão em melhor posição do que estavam naquele momento;
- c) Os empréstimos mais arriscados estão sendo feitos por instituições não bancárias – fundos soberanos, fundos de hedge – o que assegura que caso haja perdas induzidas pela COVID-19 estas tenham menores reflexos no sistema financeiro.

5.2 A pandemia na união europeia e o fortalecimento do bloco

A fácil e rápida disseminação do vírus fez com que o continente europeu fosse atingido já em janeiro de 2020 sendo que o primeiro caso de COVID-19 reportado dentro da União Europeia foi em 24 de janeiro na França. À medida que as transmissões aumentavam na China e na Ásia, a União Europeia ativou o chamado *EU Civil Protection*

*Mechanism*¹⁶ no dia 28 de janeiro cujo propósito seria enviar aviões para a região de Wuhan (China) para resgatar cidadãos da União Europeia e de outras nacionalidades. A União Europeia ajudaria nas despesas financeiras com o transporte dos dois aviões que saíram da França com destino à China para buscar 250 franceses (primeiro avião) e 100 cidadãos pertencentes aos países da União Europeia (segundo avião) (EUROPEAN COMMISSION, 2020a).

Os governos dos países-membros da União Europeia hesitaram, inicialmente, em tomar medidas contra a pandemia da COVID-19; no entanto quando agiram, o fizeram de forma bastante contundente e de diversas formas: distanciamento social, fazendo testes na população, promovendo quarentenas e *lockdowns*. Seguidas semanas com diversos países adotando estas medidas, principalmente os fechamentos, fez com que as economias do continente sofressem retrações fortes que desencadeou em uma crise econômica. (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020).

Wheaton (2020) aponta que a crise da COVID-19 reserva algumas semelhanças com relação as crises anteriores que a União Europeia enfrentou, a crise da dívida soberana de 2010 e a crise da migração. A autora aponta que todos estes choques são sintomas da globalização e que o bloco de países europeus nada podem fazer para conter sua irradiação na origem do problema. Como consequência, evidencia-se limitações que a integração europeia tem por ser um mercado único sem fronteiras composto por 27 países aonde cada um tem seu governo, seus eleitores, suas burocracias, seus sistemas de saúde; de maneira geral, cada país possui seus próprios interesses.

A pandemia do novo coronavírus e as suas consequências econômicas é mais um teste de resistência da integração europeia e mais um motivo para o bloco reafirmar seu compromisso de união. Especificamente na crise da COVID-19 algumas prerrogativas de países soberanos (fechamento de fronteiras, ordenamento de fechamento de empresas) foram tomadas a despeito destes países pertencerem a uma união que possui seus próprios regulamentos; isto pode passar a impressão de enfraquecimento da União Europeia como processo de integração (THE ECONOMIST, 2020f).

¹⁶ “The EU Civil Protection Mechanism strengthens cooperation between Member States/Participating States in the field of civil protection, with a view to improving prevention, preparedness and response to disasters. Through the Mechanism, the European Commission plays a key role in coordinating the response to disasters in Europe and beyond. When the scale of an emergency overwhelms the response capabilities of a country, it can request assistance via the Mechanism. Once activated, the Mechanism coordinates assistance made available by its Member States/Participating States through spontaneous offers. In addition, the EU has created the European Civil Protection Pool to have a critical number of readily available civil protection capacities allowing for a stronger and coherent collective response”. (EUROPEAN COMMISSION, 2020a, p. 1).

A cada grande choque adverso aumenta-se as dúvidas se a União Europeia sobreviverá, principalmente, na visão dos Eurocéticos, em razão da ausência de uma união política e fiscal dentro de uma união monetária. Embora, o compartilhamento das dívidas entre os países pertencentes ao bloco ainda é um passo muito grande no processo de integração, os arranjos fiscais estabelecidos ao longo dos últimos anos “has been sufficient in Europe to ensure that enough fiscal union follows—hesitantly, grudgingly, murkily—in its train. **The euro is a lot more durable than it sometimes looks**” (THE ECONOMIST, 2020f, p. 68 – grifo nosso).

King (2020) acredita que desta vez pode haver bons indícios de que a União Europeia possa tomar alguns passos decisivos para se tornar uma verdadeira autoridade política. O aprendizado com as crises anteriores fez com que a União Europeia, como instituição política, saísse da inércia respondendo de maneira robusta aos atuais eventos o que lhe garantiu certa autoridade política nestes tempos de crise.

As transformações que a União Europeia em seu conjunto vem sofrendo também é afirmada por Van Middelaar (2019, p. 11 e 17). Na visão do autor

was an awareness of the metamorphosis Europe has been through under the pressure of crises, the transition from a system based purely on the politics of rules to a system that can also engage in the politics of events. Traditionally the institutions of the European Union were equipped simply to construct and run a market. This rules-politics is an ingenious mechanism that produces consensus and results, but it can work only within a certain set-up, by dint of the fiction that history runs along predictable lines. In events-politics, by contrast, what matters is getting a grip on unforeseen events. This form of political action is not played out within a specific framework; it occurs when that framework itself is put to the test, in the most extreme case by a war or disaster. [...] Yet under the pressure of crises, leadership is being improvised, new political players are appearing onstage and forms of government power are emerging. The Union turns out to have a supreme authority at its disposal, which in times of need can show decisiveness and mobilize the capacity to act – although, so far, almost only then.

Depreende-se que a União Europeia e suas instituições vem, de crise em crise, atuando de maneira mais contundente em prol de manter a integração dentro do continente europeu. O bloco vem renunciando às velhas regras de atuação para agir conforme as necessidades de cada momento, tudo isto em prol de garantir a existência da moeda única. A cada nova turbulência, a Europa lança mão de todas as suas armas para defender a integração ao mesmo tempo que busca fazer as reformas que a torne mais funcional.

5.3 As reações econômicas dentro da Europa

Na atual crise, ao contrário do que ocorreu na crise financeira de 2007-2008 e na crise da dívida soberana de 2010, a União Europeia como um conjunto, agiu rapidamente na tentativa de suavizar as dificuldades econômicas que a pandemia do Coronavírus poderia provocar dentro do bloco. De maneira geral, a reação do bloco se deu a partir de duas frentes: os países-membros estariam na linha de frente e estariam resguardados por um conjunto de medidas tomadas pelas instituições que compõem a União Europeia.

A atuação conjunta entre os Estados europeus e as instituições que alicerçam a União Europeia é vital para a mitigação dos problemas decorrentes da pandemia e para a recuperação econômica do bloco. Em suma, Buti (2020, p. 3) afirma que o bloco necessita de:

an ambitious policy reaction would tame these centrifugal forces and safeguard the integrity of the single market and the economic and political viability of the EU project. A sustained intervention to support the worst-hit countries would avoid seeing the EU move from the Great Recession following the 2008 financial crisis to what may be called the Great Fragmentation where the global and European economies would fracture across countries, regions, sectors and generations.

A crise econômica advinda da pandemia da COVID-19 exigiu esforço maciço e conjunto dos principais atores institucionais que compõem a União Europeia. A adoção de medidas de isolamento social, por um lado refletiu na brusca queda na atividade econômica e aumento do desemprego; por outro lado fez com que o bloco europeu se unisse em torno de medidas que fizessem com que mesmo parada, a economia continuasse funcionando.

Em termos econômicos gerais, podemos destacar a atuação institucional do bloco em três grandes áreas econômicas: bancária e monetária, regras fiscais e formas de ajuda estatal e por fim facilitação do financiamento dentro do bloco. Cada qual com seus objetivos, em conjunto, serviram para consolidar e fortalecer o processo de integração do continente europeu.

5.3.1 As reações dos países-membros

Becker, Hege e Mella-Barral (2020) concordam com Bénassy-Quéré e Di Mauro (2020) quando afirmam que governos europeus têm concentrado seus esforços em auxiliar as famílias e as empresas. Alguns países como Alemanha e França estão

ampliando os benefícios para os desempregados e para os trabalhadores com contrato de curta duração; por outro lado, as medidas de auxílio para empresas têm sido massivas: a Alemanha prometeu empréstimos ilimitados através do seu banco de desenvolvimento, França e Espanha estão oferecendo garantias de empréstimos de até €300 e €100 bilhões respectivamente; além de outros programas de apoio desenhados pela Itália e por outros países do bloco.

Os pacotes de auxílio emergencial destinados às empresas da Zona do Euro foram vislumbrados de duas maneiras: crédito ou garantias de crédito. Na visão de Becker, Hege e Mella-Barral (2020) o modo como estes pacotes foram desenhados fazem sentido dentro do bloco europeu por duas razões:

- a) Muitos países entraram na crise com elevados níveis de endividamento em virtude das políticas adotadas ainda na crise de 2008-2009, apesar da trajetória descendente nos últimos anos. Portanto, não há muito espaço fiscal para atuação sem que isto incorra em incertezas no mercado com relação à solvência das dívidas soberanas, sendo necessário a preservação fiscal dos países;

Importante ressaltar que estas ações não deverão ser homogêneas pois a capacidade de atuação dependerá da situação fiscal na qual se encontram os países pertencentes à União Monetária Europeia (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020). As tabelas 5 e 6 abaixo ilustram o resultado fiscal dos países da Zona do Euro (superávits ou déficits em termos percentuais) e a dívida total como proporção do PIB, respectivamente, para o período de 2013 a 2019.

Tabela 5 Déficit público como proporção do PIB

Países	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Alemanha	-0,9	0,0	0,0	0,6	0,9	1,2	1,2	1,9	1,4
Áustria	-2,6	-2,2	-2,0	-2,7	-1,0	-1,5	-0,8	0,2	0,7
Bélgica	-4,3	-4,3	-3,1	-3,1	-2,4	-2,4	-0,7	-0,8	-1,9
Chipre	-5,7	-5,6	-5,8	-8,7	-1,0	0,3	2,0	-3,7	1,7
Eslováquia	-4,5	-4,4	-2,9	-3,1	-2,7	-2,5	-1,0	-1,0	-1,3
Eslovênia	-6,6	-4,0	-14,6	-5,5	-2,8	-1,9	0,0	0,7	0,5
Espanha	-9,7	-10,7	-7,0	-5,9	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,8
Estônia	1,1	-0,3	0,2	0,7	0,1	-0,5	-0,8	-0,6	-0,3
Finlândia	-4,5	-4,4	-2,5	-3,0	-2,4	-1,7	-0,7	-0,9	-1,1
França	-5,2	-5,0	-4,1	-3,9	-3,6	-3,6	-2,9	-2,3	-3,0
Grécia	-10,3	-8,9	-13,2	-3,6	-5,6	0,5	0,7	1,0	1,5
Holanda	-4,4	-3,9	-2,9	-2,2	-2,0	0,0	1,3	1,4	1,7
Irlanda	-12,8	-8,1	-6,2	-3,6	-2,0	-0,7	-0,3	0,1	0,4
Itália	-3,6	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6
Letônia	-4,3	-1,4	-1,2	-1,6	-1,4	0,2	-0,8	-0,8	-0,2
Lituânia	-9,0	-3,1	-2,6	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,6	0,3
Luxemburgo	0,6	0,5	0,8	1,3	1,3	1,8	1,3	3,1	2,2

Malta	-2,4	-3,5	-2,4	-1,7	-1,0	1,0	3,3	1,9	0,5
Portugal	-7,7	-6,2	-5,1	-7,4	-4,4	-1,9	-3,0	-0,4	0,2

Fonte: EUROSTAT (2020).

Tabela 6 Dívida bruta como proporção do PIB

Países	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Alemanha	79,8	81,1	78,7	75,7	72,1	69,2	65,3	61,9	59,8
Áustria	82,4	81,9	81,3	84,0	84,9	82,9	78,3	74,0	70,4
Bélgica	103,5	104,8	105,5	107,0	105,2	104,9	101,7	99,8	98,6
Chipre	65,9	80,3	104,0	109,2	107,5	103,4	93,9	100,6	95,5
Eslováquia	43,5	51,8	54,7	53,5	51,9	52,0	51,3	49,4	48,0
Eslovênia	46,5	53,6	70,0	80,3	82,6	78,7	74,1	70,4	66,1
Espanha	69,9	86,3	95,8	100,7	99,3	99,2	98,6	97,6	95,5
Estônia	6,1	9,8	10,2	10,6	10,0	10,2	9,3	8,4	8,4
Finlândia	48,3	53,6	56,2	59,8	63,6	63,2	61,3	59,6	59,4
França	87,8	90,6	93,4	94,9	95,6	98,0	98,3	98,1	98,1
Grécia	172,1	159,6	177,4	178,9	175,9	178,5	176,2	181,2	176,6
Holanda	61,7	66,2	67,7	67,8	64,6	61,9	56,9	52,4	48,6
Irlanda	111,1	119,9	119,9	104,4	76,7	73,8	67,7	63,5	58,8
Itália	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,1	134,8	134,8
Letônia	43,9	42,4	40,3	41,6	37,3	40,9	39,3	37,2	36,9
Lituânia	37,2	39,8	38,7	40,6	42,6	39,7	39,1	33,8	36,3
Luxemburgo	19,0	22,0	23,7	22,7	22,0	20,1	22,3	21,0	22,1
Malta	70,2	68,7	68,4	63,4	58,0	55,5	50,3	45,6	43,1
Portugal	114,4	129,0	131,4	132,9	131,2	131,5	126,1	122,0	117,7

Fonte: EUROSTAT (2020).

A partir das duas tabelas acima, é possível perceber que de maneira geral os países pertencentes à Zona do Euro reduziram seu endividamento após a crise da dívida soberana; isto possui forte relação com o papel ativo do Banco Central Europeu sempre quando o bloco sofre um choque. Nas palavras de Bénassy-Quéré; Di Mauro (2020, p. 7):

[...] the ECB has been a victim of its reactivity: the lack of bold fiscal response at the euro area level has forced it to conduct even more unconventional policies. In a period of excess supply of goods and services, fiscal and monetary policies are part substitutes, both aiming at raising the level of aggregate demand (as a way to increase inflation for the former, and to reduce unemployment for the latter). This situation looks like being the opposite to the traditional fiscal dominance argument, which states that, ultimately, money supply is determined by fiscal deficits (hence they are strategic complements). Here, there was no federal deficit and – for the period between 2011 and 2019 – national government deficits were also reduced. The rise in central bank holdings of government debts was not a result of fiscal profligacy but rather the result of fiscal austerity.

A segunda razão pelo qual Becker, Hege e Mella-Barral (2020) afirmam que a política de crédito seja a mais adequada é que

- b) Esta crise é diferente de crises anteriores e os efeitos que ela terá sobre a economia será bastante heterogêneo não havendo tempo hábil para a compreensão desta heterogeneidade. Logo em virtude disto, das incertezas com relação ao caminho que esta crise percorrerá e a necessidade de usar de maneira racional os escassos recursos públicos além da urgência de respostas, tornam o uso do crédito para apoio ao setor privado um dos instrumentos mais importantes.

A recessão imposta pela pandemia da COVID-19 faz com que não se vislumbre nenhuma pressão inflacionária no curto prazo o que é importante para que se crie condições de empréstimos para as empresas a um custo extremamente baixo. Isto seria fundamental dentro da Zona do Euro uma vez que o setor privado, empresas e famílias, estão ainda com um elevado nível de endividamento – ambos não conseguiram promover uma desalavancagem desde a crise do mercado hipotecário e a crise da dívida soberana. Becker, Hege e Mella-Barral (2020) vão além apontando que o setor privado aproveitou as baixas taxas de juros e os baixos *spreads* de créditos para serem mais complacentes com seus níveis de endividamento.

Baldwin (2020) afirma que as condições macroeconômicas atuais com baixas taxas de juros e crédito barato são fundamentais para que os governos adotem medidas rápidas e variadas para manter a economia em funcionamento sem se preocupar com os custos destas ações. Na visão do autor, além da proteção à vida humana ser a preocupação primordial neste momento, o choque sanitário seria temporário.

A crise econômica provocada pela pandemia da COVID-19 é o segundo choque exógeno que a Zona do Euro sofre e que se evidencia um grave problema dentro do processo de integração do bloco: em momentos de crise, os países-membros elevam seus gastos como forma de mitigar os danos econômicos aumentando assim os déficits fiscais e as dívidas dos países uma vez que não existe um orçamento federal do bloco como é o caso, por exemplo dos Estados Unidos. Quando há uma integração monetária e fiscal (caso dos Estados Unidos) é muito mais fácil a coordenação entre as políticas monetária e fiscal; já dentro do bloco europeu há uma política monetária única e 19 políticas fiscais, sem que haja um órgão central, um Tesouro Europeu, que coordene a parte fiscal de todo o bloco (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020).

O protagonismo na atuação do Banco Central Europeu através das políticas monetária e bancária não invalida o uso de políticas fiscais pelos países membros; no

entanto, em alguns momentos, as instituições do bloco preferiram facilitar o caminho destas políticas para cada país individualmente. Na visão de Bénassy-Quéré e Di Mauro (2020) a Comissão Europeia agiu rapidamente adotando duas decisões importantes: um esquema de auxílio dos países do bloco para apoiar as empresas¹⁷ durante os *lockdowns* e após, quando reabrirem; ativação de uma cláusula de escape que havia sido introduzida em 2011 no Pacto de Estabilidade e Crescimento (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020).

5.3.2 Aprofundando a integração: as medidas tomadas pelas instituições europeias

As primeiras ações econômicas adotadas pela União Europeia foram tomadas muito mais no sentido de ajudas internacionais do que propriamente auxílios para os países afetados pela crise; isto porque até meados de fevereiro o número de casos dentro do continente era bastante inferior aos observados na China, embora apresentasse contínuo crescimento. Em um primeiro momento, 01 de fevereiro, o bloco liberou €10 milhões do *EU's Research and Innovation Programme* como medida de apoio à pesquisa; em 24 de fevereiro houve a liberação de €232 milhões cujo propósito era auxiliar a detecção e diagnóstico da doença, servir para auxiliar nos cuidados de pessoas infectadas além de atuar na busca por prevenir novas transmissões. A distribuição deste pacote se deu da seguinte maneira: €114 milhões para a Organização Mundial da Saúde, €15 milhões para ajudar o continente africano, €100 milhões diretamente para pesquisas diagnósticas, terapêuticas e preventivas dentro do bloco, por fim €3 milhões para o *EU Civil Protection Mechanism* (EUROPEAN COMMISSION, 2020b).

A evolução da pandemia no mundo em geral e dentro do continente europeu em específico fez com que a União Europeia desse um passo decisivo para uma ação conjunta e integrada do bloco europeu frente à pandemia. A Comissão Europeia criou um grupo de acompanhamento e resposta ao Coronavírus composto por cinco comissários e a presidente da própria Comissão. Em linhas gerais, as frentes de atuação do grupo seriam as áreas médicas, econômicas, de mobilidade e transporte

No dia 10 de março o Conselho Europeu realizou uma videoconferência com todos os chefes de Estado participantes da União Europeia, a presidente da Comissão Europeia (Ursula von der Leyen), a presidente do Banco Central Europeu (Christine

¹⁷ Introduzido primeiramente em 19 de março de 2020, sofreu duas emendas em 03 de abril e 08 de maio do mesmo ano (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020).

Lagarde), o presidente do Eurogrupo (Mario Centeno) e o Alto Represente do bloco (Josep Borrell) com o intuito de estabelecer prioridades de ação contra a COVID-19. Para tal, enfatizou a necessidade dos países em trabalharem em conjunto e em parceria com a Comissão Europeia além de não medirem esforços para fazerem o que fosse necessário para mitigar eventuais dificuldades que pudessem afetar o bloco. As quatro prioridades estabelecidas neste encontro foram: limitar a disseminação do vírus, fornecimento de equipamentos médicos, incentivo a pesquisas em busca de soluções para a doença e combater as consequências socioeconômicas da crise através, principalmente da flexibilização das regras da União Europeia com relação as ajudas aos países-membros e ao Pacto de Estabilidade e do Crescimento (EUROPEAN COUNCIL, 2020a).

Neste encontro a Comissão Europeia ficou incumbida de aprofundar as medidas de combate à pandemia e coordenar as ações de todos os países-membros. A presidente do órgão, a alemã Ursula von der Leyen, afirmou durante o evento que no *front* econômico, o bloco deveria atuar primordialmente em nível macroeconômico e que isto só seria possível com a coordenação da Comissão, do Banco Central Europeu e dos estados-membros. Acrescentou também que a Comissão Europeia garantiria que as ajudas estatais chegassem às empresas que necessitassem e reforçou que se necessário haveria a plena flexibilização do Pacto da Estabilidade e do Crescimento (EUROPEAN COMMISSION, 2020c).

O destaque, no entanto, ficou para o anúncio da *Corona Response Investment Initiative* (CRII) cujo direcionamento de recursos seria para auxiliar os sistemas de saúde, para as pequenas e médias empresas, para o mercado de trabalho e outros setores vulneráveis da economia europeia. A proposta deveria ser submetida ao Conselho Europeu e ao Parlamento do bloco (EUROPEAN COMMISSION, 2020c).

As crises econômicas pelo qual a União Monetária Europeia tem passado fizeram com que o Banco Central Europeu (BCE) assumisse grande protagonismo como guardião do Euro e mantenedor da integração do bloco. Na crise da COVID-19, novamente ele agiu com rapidez e eficiência o que nas palavras de Bénassy-Quéré e Di Mauro (2020, p.5):

This timely action by the ECB contrasts sharply with the slow and painful progress in fiscal action at the EU level. The decision-making process of the ECB – an independent institution with a clear mandate – is of course faster than the complex interaction between European and national institutions, especially since unanimity is required for a number of decisions. However, the rapidity of the ECB in taking bold action is also related to the fact that it was better prepared with the wide toolbox developed over the last decade. Part of

the action essentially consisted in amplifying and reiterating the use of tools such as the targeted long-term refinancing operation, a relaxation of collateral rules and, last but not least, its asset purchases programmes.

Já no dia 12 de março, um dia após a Organização Mundial da Saúde (OMS) decretar a COVID-19 como uma pandemia, o Banco Central Europeu atuou mesmo sem sinais de que havia problemas no mercado monetário ou que havia escassez de liquidez no sistema bancário. Em linhas gerais, a autoridade monetária optou por tomar medidas relacionadas ao fornecimento de liquidez e a supervisão do sistema bancário da Zona do Euro. A autoridade monetária se pautaria, inicialmente, em utilizar o arsenal de medidas que já havia sido usada para que o bloco se mantivesse intacto após a crise soberana (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020a).

A primeira medida adotada pelo Banco Central foi um adicional das *Longer-term Refinancing Operations (LTRO)* cujo objetivo seria fornecer liquidez imediata aos bancos e assegurar o bom funcionamento dos mercados monetários. Estas operações seriam feitas através de leilões com taxa fixa e colocação total de títulos; a taxa aplicada nestas operações seriam a média da taxa empregada nas *deposit facility* pelo prazo total da operação com os juros sendo pagos ao final dela. Todas as operações teriam vencimento em 24 de junho de 2020 (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020a).

O arsenal de medidas que o Banco Central lançaria para manter a integridade da União Europeia não se restringiu a apenas o LTRO. A autoridade monetária atuaria, segundo Bénassy-Quéré e Di Mauro (2020) apontaram acima, modificando políticas já existentes que haviam sido implementadas na esteira da crise de 2010. A principal forma de atuação se deu através da melhoria nas condições de todas as operações do *Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTRO III)* para que os agentes econômicos (famílias e empresas) pudessem continuar a ter acesso ao mercado de crédito bancário (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020a).

As novas condições de funcionamento do TLTRO III seriam as seguintes:

- a) Durante o período de 24 de junho de 2020 a 23 de junho de 2021 a taxa de juros vigente em todas as operações será 0,25% abaixo da taxa de juros média aplicada nas *main refinancing operations*. Já para as contrapartes cujo empréstimo líquido elegível atinja o valor de referência, a taxa de juros será 0,25% abaixo da taxa de juros média prevalecente nas *deposit facility*; em qualquer uma das situações a taxa de juros não poderá ser superior a -0,75%;

- b) O máximo que as contrapartes poderão contrair de empréstimos é 50% do seu estoque de empréstimos elegíveis (anteriormente era 30%);
- c) Eliminação do limite que existia de 10% do estoque de empréstimos elegíveis que poderiam ser emprestados;
- d) Redução para 0% ante 2,5% no limite de desempenho de crédito que deve ser cumprido para atingir a taxa de juros mínima nas operações do TLTRO III;
- e) Possibilidade de as contrapartes reembolsarem os valores captados durante o TLTRO III antes do seu vencimento fica disponível um ano após a liquidação começando a partir de setembro de 2021 (anteriormente o prazo era dois anos) (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020a).

O Banco Central Europeu (BCE) aplicou ao mesmo tempo políticas que facilitaria o acesso ao crédito para as famílias e para as pequenas e médias empresas o que garantiria o funcionamento da economia além de manter e intensificar os programas de compras de títulos públicos e privados. Ewing (2020a, p. B7) resume como foi a primeira grande atuação da autoridade monetária europeia durante a crise da COVID-19.

The central bank will, among other things, effectively pay commercial banks to issue loans to small and medium-size businesses, which have been hit particularly hard by travel bans and regional lockdowns. And it will substantially increase a bond-buying program intended to push down market interest rates [...] Other measures announced Thursday include:

Buying an additional 120 billion euros, or \$135 billion, of government and corporate bonds as part of an effort to increase demand, drive down market interest rates and reduce the cost of borrowing. Currently the central bank is buying bonds at a rate of 20 billion euros a month. The bank intends to spend the additional money by the end of the year, adjusting the timing as needed to react to events.

Temporarily reducing restrictions on bank capital that will give commercial banks more leeway to issue loans. Banks were cautioned not to use the extra money to pay managers more or issue higher dividends to shareholders.

A atuação do Banco Central Europeu, embora tenha sido rápida, sofreu críticas dos agentes do mercado, aumentando as incertezas com relação à capacidade de Christine Lagarde em manter o Euro unido. Segundo Taylor (2020) a preocupação do mercado foi reflexo, primeiro de uma ausência de ambição nas medidas tomadas – esperava-se que houvesse além do proposto, a redução na taxa de juros – e segundo a comunicação ruim da presidente do BCE. Por um lado, acertadamente a presidente sugeriu medidas fiscais mais robustas dos governos nacionais; no entanto o mercado e os governos esperavam uma mensagem semelhante à de Mario Draghi na qual a presidente mostraria todo seu

compromisso em tomar qualquer medida necessária para manter a integridade da moeda única.

O agravamento diário da pandemia urgia novas medidas dentro da União Europeia. A Comissão Europeia prontamente apresentou, em 13 de março, um conjunto de medidas – dentre elas a *Corona Response Investment Initiative* (CRII) – cujos alicerces foram: garantir a solidariedade dentro do bloco, mobilizar recursos do Orçamento da União Europeia e do Banco Europeu de Investimento, promover ajuda aos países-membros, fornecer liquidez ao sistema bancário e flexibilização do *European Fiscal Framework* (EUROPEAN COMMISSION, 2020d).

O temor com relação a uma piora no quadro socioeconômico dentro do bloco fez com que a *Corona Response Investment Initiative* (CRII) atingisse um montante superior ao vislumbrado anteriormente: €65 bilhões. A totalização deste montante se daria da seguinte maneira:

- a) €37 bilhões proveniente do *European Structural Investment Fund* (ESIF) com a contrapartida do fundo renunciar sua obrigação de requerer fundos não gastos;
- b) €7,9 bilhões do Orçamento Europeu que cada país será capaz de utilizar para suplementar €29 bilhões dos Fundos Estruturais que compõem a União Europeia;
- c) €28 bilhões não alocados nos Fundos Estruturais também deveriam estar disponíveis para o combate da crise (EUROPEAN COMMISSION, 2020d).

Uma semana depois do primeiro encontro, no dia 17 de março, os membros do Conselho Europeu encontraram-se novamente agora com a presença do presidente do Banco Central Europeu, do presidente do Eurogrupo e do Alto Representante do bloco. Esta reunião serviu para o bloco reafirmar o seu compromisso em tomar as medidas que fossem necessárias para enfrentar a crise sanitária destacando as quatro prioridades que haviam sido estabelecidas no primeiro encontro, com destaque para o aprofundamento das ações necessárias para limitar a disseminação do vírus. Na ocasião, o Conselho Europeu endossou as propostas feitas pela Comissão Europeia com relação às fronteiras (EUROPEAN COUNCIL, 2020b):

- a) garantir que medicamentos, comida e mercadorias além dos próprios cidadãos pudessem retornar aos seus países de origem além da promessa de encontrar uma solução adequada para os trabalhadores que cruzam as fronteiras para exercer seu trabalho;

- b) reforço nas fronteiras externas do bloco através do gerenciamento coordenado da proibição temporária de viagens não essenciais para dentro da União Europeia pelo prazo de 30 dias.

À medida que a situação sanitária mundial em geral e europeia em específico se agravava, a União Europeia reforçava sua atuação conjunta do modo a tentar mitigar os problemas derivados da pandemia. A atuação unificada do bloco não se restringia a apenas questões econômicas, mas também a questões de fronteiras, mobilidade, saúde pública, pesquisa científica dentre outros.

Tempos extraordinários requerem medidas extraordinárias. Foi assim que a presidente do Banco Central Europeu, Christine Lagarde, definiu o momento em que foi lançado o ambicioso programa de compras de títulos, uma resposta ao mercado financeiro que questionava sua capacidade de manter a integridade europeia. O programa evidenciava que autoridade monetária europeia não queria ter um comportamento letárgico como tivera na crise de 2010. Chegava o momento no qual o BCE faria o que fosse preciso, novamente, para manter a Europa integrada.

O anúncio do *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), programa temporário de compra de ativos públicos e privados que fossem elegíveis pelo já existente *Asset Purchase Programme* (APP), inicialmente teria o montante de €750 bilhões. Jones (2020) afirma que o programa serviria como uma bazuca monetária que resultaria no aumento da oferta monetária dentro da Zona do Euro que indiretamente seriam direcionados aos governos que emitiram os títulos para que eles atuassem em duas frentes principais: resgate de empresas que se encontrassem em dificuldade financeira e auxílio aos trabalhadores desempregados.

Ewing (2020b) afirma que o anúncio feito no dia 18 de março, uma semana após o BCE anunciar a compra adicional de €120 bilhões em títulos que seria somado aos €20 bilhões mensais que já existiam e serviria para amenizar o temor que havia sido observado no mercado financeiro no dia anterior, com os investidores perdendo a confiança que o governo italiano teria condições de honrar seus compromissos e exigindo prêmios (juros) cada vez maiores. Antes que esse prêmio chegasse a níveis que pudesse colocar novamente a Zona do Euro em perigo, o Banco Central ativou mais uma de suas armas para assegurar a integridade do bloco.

A política de compra de títulos públicos, a partir daquele momento, buscava ser mais flexível do que vinha acontecendo tradicionalmente nos programas anteriores. Usualmente, as compras feitas pelo Banco Central baseavam-se na subscrição de capital

que cada banco central nacional fazia junto à autoridade monetária – equivalendo a aproximadamente o tamanho de cada economia. Ademais, houve uma dispensa dos requisitos de elegibilidade dos títulos públicos gregos para compras dentro deste novo programa (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020b).

A flexibilidade que o Banco Central Europeu buscava promover é não seguir as regras de subscrição de maneira draconiana. Como a COVID-19 impactou os países pertencentes à Zona do Euro de maneira heterogênea, as compras de títulos poderiam priorizar estes países em detrimento dos demais – por exemplo Espanha e Itália. Além desta flexibilização, o BCE não se restringiria a uma regra que ele mesmo criou de limitar a compra de títulos por país emissor – o BCE não poderia manter mais de um terço da dívida soberana de um país. Ainda dentro desta flexibilização por conta da pandemia e com vistas a manter a moeda única, o BCE passou a comprar títulos com vencimento inferior a um ano (THE ECONOMIST, 2020c).

Já com relação aos títulos privados, o BCE ampliou o escopo de ativos elegíveis que compõem o *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) incluindo os *commercial paper* não financeiros; com esta medida considerou-se todos os tipos de *commercial paper* com qualidade de crédito suficiente aptos a serem adquiridos dentro do CSPP (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020b).

Por fim, a autoridade monetária europeia buscou facilitar os padrões de garantia ajustando-os com relação aos principais parâmetros de riscos. Para tanto, haverá a ampliação o escopo do *Additional Credit Claims* (ACC) incluindo dentro deste reivindicações relacionadas a financiamentos empresarial. O propósito desta medida era assegurar que as contrapartes continuariam podendo fazer uso das operações de refinanciamento dentro do sistema monetário europeu (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020b).

Jones (2020) enxergou o movimento do Banco Central Europeu de compra de títulos como mais uma amostra da força que ele possui dentro do bloco e que a existência de regras para estas compras de títulos assegura que a autoridade monetária não financiará os governos, temor de países como Alemanha e Holanda. A ajuda seria vital para os países mais afetados pela pandemia, Espanha e Itália, e faria com que estes países se preocupassem em adotar medidas para mitigar os efeitos da crise, sem grandes consequências econômicas. Ademais, a medida reduziu consideravelmente o risco de a região sofrer novamente uma crise da dívida soberana como ocorrera em 2012.

A percepção do Banco Central Europeu como grande guardião do Euro e, por conseguinte, da integração europeia pode ser notada com a flexibilização de regras que ele mesmo havia criado, mas que o momento exigia menor rigidez. Isto é observado também pela *The Economist* (2020b, p. 49 – grifo nosso) quando afirma que:

The European Central Bank, based in Frankfurt, **has now done its bit for “more Europe”**. It launched a €750bn bond-buying programme late on 18th March. Unlike with earlier schemes from the central bank, Greece’s debt, previously excluded, will be eligible for purchase. After bungling her initial response to the crisis, ECB chief Christine Lagarde issued a belated guarantee: “There are no limits to our commitment to the euro.” The statement was a homage to the mantra of her predecessor, Mario Draghi, who said he would do “whatever it takes” to save the euro.

A Comissão Europeia, por sua vez, também mostrou mais uma vez que continuaria adotando medidas extremas caso fosse necessário para diminuir os problemas econômicos do bloco. Em busca de manter a liquidez necessária para que a atividade econômica empresarial se mantivesse ativa, o órgão adotou no dia 19 de março o *State aid Temporary Framework* que é baseado no artigo 107 (3) (b) do Tratado de Funcionamento da União Europeia¹⁸.

Em linhas gerais, sob a tutela do novo mecanismo criado, haveria cinco grandes tipos de auxílio (EUROPEAN COMMISSION, 2020e):

- (i) Direct grants, selective tax advantages and advance payments: Member States will be able to set up schemes to grant up to €800,000 to a company to address its urgent liquidity needs.
- (ii) State guarantees for loans taken by companies from banks: Member States will be able to provide State guarantees to ensure banks keep providing loans to the customers who need them.
- (iii) Subsidised public loans to companies: Member States will be able to grant loans with favourable interest rates to companies. These loans can help businesses cover immediate working capital and investment needs.
- (iv) Safeguards for banks that channel State aid to the real economy: Some Member States plan to build on banks' existing lending capacities and use them as a channel for support to businesses – in particular to small and medium-sized companies. The Framework makes clear that such aid is considered as direct aid to the banks' customers, not to the banks themselves, and gives guidance on how to ensure minimal distortion of competition between banks.
- (v) Short-term export credit insurance: The Framework introduces additional flexibility on how to demonstrate that certain countries are not-marketable

¹⁸ Artigo 107 – Os auxílios concedidos pelos Estados.

3. Podem ser considerados compatíveis com o mercado interno:

b) Os auxílios destinados a fomentar a realização de um projeto importante de interesse europeu comum, ou a **sanar uma perturbação grave da economia de um Estado-Membro** (UNIÃO EUROPEIA, 2016, p. C202/91 – grifo nosso).

risks, thereby enabling short-term export credit insurance to be provided by the State where needed.

Given the limited size of the EU budget, the main response will come from Member States' national budgets.

O compromisso da Comissão Europeia em defender a União Europeia com todas as armas econômicas possíveis fez com que fosse proposto em 20 de março (e endossado pelo Conselho Europeu em 23 de março) a ativação da cláusula de escape do Pacto da Estabilidade e do Crescimento; isto representaria a isenção temporária do cumprimento dos requerimentos orçamentários exigidos pelo *European fiscal Framework*. O objetivo permitiria ainda mais agilidade para os países-membros tomarem as medidas mais adequadas para o enfrentamento da crise da COVID-19 (EUROPEAN COMMISSION, 2020f).

O contínuo aprofundamento da crise de saúde provocada pela COVID-19 com o aumento do número de infectados e de mortos fez com que o Conselho Europeu se encontrasse novamente em 26 de março para uma nova reunião. Ao final, foi divulgada uma declaração conjunta, no qual o Conselho Europeu aprofundava as quatro prioridades que haviam sido estabelecidas na primeira reunião do grupo em 10 de março (EUROPEAN COUNCIL, 2020c).

Destaca-se nesta declaração conjunta aspectos relacionados aos princípios que nortearam a integração europeia bem como a união dos países membros para enfrentar a pandemia.

Where temporary internal border controls have been introduced, we will ensure smooth border management for persons and goods and preserve the functioning of the Single Market, based on the Commission guidelines of 16 March 2020, in accordance with the Schengen Borders Code, and the Commission's guidance on the implementation of "green lanes". We will urgently address, with the assistance of the Commission, the remaining problems concerning EU citizens blocked at internal EU borders and prevented from returning to their home countries and cross-border and seasonal workers who have to be able to continue essential activities while avoiding further spread of the virus. The same applies to the supply of goods and essential services, whether by land, sea or air [...] We support the resolute action taken by the European Central Bank to ensure supportive financing conditions in all euro area countries [...] Our Member States have taken extensive action to support their economies and alleviate social and employment problems. We will use EU instruments to support their action to the extent necessary [...] Member States need flexibility to do everything that is necessary. The Commission's Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak constitutes a major step forward. The same applies to the unprecedented use of the general escape clause under the Stability and Growth Pact (EUROPEAN COUNCIL, 2020c, p. 2 e 4).

O Banco Central Europeu não parecia plenamente satisfeito com o PEPP a despeito de ele ser a maior medida, em termos financeiros, já tomada pelo bloco. O

mercado financeiro continuava sob tensão de modo que no dia 07 de abril foi anunciado um conjunto de medidas de flexibilização do uso de colaterais dentro do sistema financeiro europeu. Esta medida buscava complementar as medidas implementadas anteriormente – LTRO e PEPP – e tinha por objetivo aumentar o escopo de colaterais disponíveis que poderiam participar das operações de fornecimento da liquidez como aquelas relacionadas ao TLTRO III (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020c).

Este novo pacote de emergência lançado pelo BCE teve três características principais: um aumento na margem de tolerância ao risco por parte de todo o Sistema Financeiro Europeu como forma de fomentar o crédito, flexibilização das condições para que fosse usado as reclamações de crédito como colateral e por fim a adoção da redução geral das avaliações de *haircuts* para os colaterais (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2020c).

O quadro 4 sintetiza as principais medidas tomadas no início da pandemia pela União Europeia como um todo.

Figura 8 Principais medidas tomadas no início da pandemia

Operações de refinanciamento
TLTRO III: <i>custo de financiamento = taxa de deposit facility – 25 pontos base</i>
PERLO (Pandemic Emergency Long-term Refinancing Operations): iniciando em maio de 2020 contará com sete operações com taxas fixas (25 pontos base abaixo da main refinancing operation rate) com vencimentos até o verão de 2021.
Políticas de colaterais
Expansão dos colaterais aceitos (empréstimos garantidos às pequenas e médias empresas e para trabalhadores por conta própria); Congelamento das elegibilidades a partir do dia 07 de abril de 2020 mesmo que haja um rebaixamento subsequente da avaliação do título; Renúncia para títulos gregos.
<i>Haircuts</i> reduzidos (de 35% para 22% das reivindicações de crédito).
Compras de ativos
Renovação do programa de compras de ativos (incluindo a compra de ativos do setor público): €20 bilhões por mês + reinvestimentos de títulos vincendos;
Adicional de €120 bilhões até dezembro de 2020;
PEPP: €750 bilhões
Contabilidade
Flexibilidade na aplicação dos novos padrões de contabilidade (IFRS9) com relação à provisão de perdas relacionadas ao crédito quando o aumento na probabilidade esperada de <i>default</i> for temporário; Descartar moratória de reembolsos de empréstimos caso este não altere seu valor; Uso de disposições transitórias no cálculo do CET1.
Subtração da moratória no cálculo de empréstimos não performados (com 90 dias de atraso) enquanto for possível acesso a crédito de qualidade.
Regulação Prudencial

Relaxamento dos requerimentos de capital: amortecimento de conservação de capital, amortecimento anticíclico de conservação de capital e possibilidade do uso de capital do Tier-2 para atender os requisitos do Tier-1.
Relaxamento dos requerimentos de liquidez.
Adiamento em um ano da implementação da proporção de alavancagem.
Relaxamento dos limites de concentração para os títulos de dívida.
Relaxamento da supervisão
Regras fiscais e de auxílio estatal
Suspensão das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento através do reconhecimento de que existem condições (severa desaceleração econômica) para a cláusula geral de escape dentro do esquema fiscal do bloco.
Flexibilização das regras de auxílio estatal como subvenções diretas ou vantagens fiscais, garantias estatais subsidiadas sobre empréstimos bancários, concessão de empréstimos com taxa de juros subsidiadas, seguro de crédito à exportação apoiado pelo Estado e injeção de capital. Estes instrumentos são limitados e destinados a empresas que eram viáveis ao término de 2019.
Protegendo as empresas: Garantias Pan-Europeias (EIB)
€25 bilhões em garantias nacionais. Elevação em €200 bilhões na capacidade de extensão das garantias de crédito que o <i>European Investment Bank</i> (EIB) pode ofertar aos bancos comerciais, as instituições nacionais promocionais e a esquemas de garantias nacionais, contra-garantias, compras de ABS dos bancos e de algumas dívidas de risco.
Proteção ao emprego (SURE)
Empréstimos aos governos nacionais para financiar aumentos nos gastos relacionados à empregos de curto prazo e para apoio de trabalhadores autônomos.
Empréstimos de até €100 bilhões assegurados pelo orçamento da União Europeia somados a €25 bilhões de garantias nacionais. Reembolsos máximos de €10 bilhões por ano para ser descontinuado após a crise.
Proteção aos países: Apoio à crise pandêmica
Empréstimos aos governos nacionais de até 2% do PIB sem condicionalidade e com vencimento médio-máximo de 10 anos, interrompidos após dezembro de 2022 para pagamento de custos diretos e/ou indiretos com saúde e prevenção da COVID-19.

Fonte: (BÉNASSY-QUÉRÉ; DI MAURO, 2020).

A atuação conjunta dentro do continente europeu, seja no nível dos países, seja no nível da Zona do Euro, seja no nível da União Europeia, deu mais um passo relevante no dia 09 de abril. Foi nesta data que o Eurogrupo esboçou um ambicioso pacote com um conjunto de medidas tanto para o curtíssimo prazo como também um projeto de criação de um fundo de recuperação para a reativação da economia do bloco de modo a garantir maior solidariedade entre as nações pertencentes à União principalmente com relação àquelas que foram mais afetadas pela pandemia.

No evento de apresentação do plano, foi feito reconhecimento de todas as medidas que já haviam sido feitas em todos os níveis e que novas respostas econômicas deveriam ser dadas para manter a integração europeia funcionando. Dentre as novas medidas propostas destacam-se (EUROPEAN COUNCIL, 2020e):

- a) Apoio emergencial: o Conselho Europeu saudou a proposta feita pela Comissão Europeia em 02 de abril para reativar o *Emergency Support Instrument* (ESI) no qual, naquele momento, forneceria apoio de €2,7 bilhões para os sistemas de saúde; o montante seria proveniente do orçamento da União Europeia. O Conselho incentivou também, como forma de buscar ampliar a efetividade da ajuda, os países-membros a adicionar recursos para este propósito;
- b) Fortalecimento das atividades do *European Investment Bank* (EIB): o Conselho Europeu saudou a iniciativa do EIB em criar um fundo de garantia de €25 bilhões que poderá apoiar €200 bilhões em financiamentos empresariais, principalmente aqueles destinados às pequenas empresas, dentro da União Europeia, inclusive com o auxílio de bancos de fomento nacionais;
- c) *Support to mitigate Unemployment Risk in a Emergency* (SURE): o Conselho Europeu também saudou esta iniciativa da Comissão Europeia proposta no dia 02 de abril que vislumbrava empréstimos temporários que durariam até o final do estado de emergência para assistências financeiras para preservar o nível de emprego dentro do bloco. Seriam fornecidos até €100 bilhões provenientes do Orçamento Europeu; este montante seria garantido pelos países-membros e funcionaria como uma segunda linha de defesa dos trabalhadores europeus;
- d) Redes de proteção dentro da Zona do Euro e da União Europeia: dentro da Zona do Euro, o *European Stability Mechanism* (ESM) possui o arsenal necessário para ser colocado em prática para mitigar os problemas causados pela pandemia. Em linhas gerais buscava-se estabelecer três grandes redes de proteção: para os trabalhadores, para as empresas e para os países em geral;
- e) A criação de um Fundo Europeu de Recuperação: foi apresentada a ideia de criação de um fundo que prepararia e apoiaria a recuperação da União Europeia garantindo solidariedade aos países que mais foram atingidos pela pandemia. Este fundo seria temporário, com objetivos bem definidos e proporcional aos custos impostos pela crise.

Estas proposituras foram aprovadas pelo Conselho da Europa em 23 de abril, data em que foi solicitada agilidade da Comissão Europeia para apresentação do projeto do Fundo Europeu de Recuperação; já no dia 08 de maio houve consenso entre os ministros da Economia dos países membros com as características e padronizações para cada participante da Zona do Euro de como seria o acesso ao *European Stability Mechanism* (ESM) *Pandemic Crisis Support* – os países poderiam tomar emprestado até 2% do seu

PIB (equivalente à aproximadamente €240 bilhões) com o intuito de financiar direta e indiretamente custos relacionados à crise da COVID-19. No dia 15 de maio, as linhas de crédito tornariam disponíveis aos países. A soma de recursos disponível nesta iniciativa totaliza €540 bilhões. (EUROPEAN STABILITY MECHANISM, 2020).

O passo decisivo para garantir que a integração europeia não retrocederia, pelo contrário, que se aprofundaria, se deu no dia 18 de maio de 2020. Naquele momento, os líderes das duas maiores economias do bloco, Alemanha e França, expuseram um plano financeiro ambicioso que serviria para impulsionar as economias europeias abatidas economicamente pela pandemia da COVID-19. O anúncio de Merkel e Macron é simbólico e seus efeitos são semelhantes aos observados quando do discurso de Mário Draghi proferido em 2012 afirmando que o Banco Central Europeu faria o que fosse necessário para manter o Euro. Mais uma vez, aprofundava-se a integração europeia.

O plano inicial apresentado por Alemanha e França à primeira vista poderia ser interpretado como um momento Hamiltoniano¹⁹, mas não é o caso. O esboço do plano seria alicerçado em quatro pilares que iriam desde a ampliação da capacidade de cuidados com a saúde dentro da União Europeia até a criação de um Fundo de Recuperação avaliado em €500 bilhões que seria financiado através de empréstimos comuns entre os países-membros dentro do orçamento de sete anos estabelecido no *Multiannual Financial Framework* (MFF) (THE ECONOMIST, 2020h).

Embora as demandas francesas não tenham sido plenamente atingidas – Macron desejava um fundo maior em termos financeiros e que operasse fora do MFF – o que ficará marcado é a mudança de postura da Alemanha. Begg (2020) acredita que a posição da Alemanha é uma mudança de princípios acrescentando que “the proposal must be seen as a significant concession from Germany to French demands for EU fiscal policy. German trepidation is evident in the language revealing that the new fund will be ‘ambitious, temporary and targeted’.

A presença da Alemanha na elaboração deste plano em nada muda a posição do país com relação à criação do *coronabonds*. Segundo a proposta franco-germânica os passivos governamentais seriam limitados à quantidade de garantias; estas seriam equivalentes à contribuição de cada país ao MFF – no caso alemão que corresponde a

¹⁹ Segundo Wolf (2020c) “[...] não é, estritamente falando, um momento ‘Hamilton’, o que significa o modo como Alexander Hamilton, primeiro secretário do Tesouro dos EUA, usou os poderes do governo federal para transferir dívidas dos estados na Guerra de Independência para o balanço do governo federal. No caso dos EUA, isso não é um plano para assumir a dívida. Crucialmente, a EU não tem processo político federal. As decisões orçamentárias devem ser tomadas por unanimidade”

27% isto equivaleria a €135 bilhões. Além disto, Merkel concordou que os países receptores deste dinheiro não precisariam repagar, configurando uma doação e não empréstimos. Isto significaria que o país acabaria por desembolsar mais recursos do que receberia, sob a égide deste novo plano (THE ECONOMIST, 2020h).

A Comissão Europeia baseando-se na proposta apresentada por Alemanha e França apresentou em 27 de maio de 2020 um plano ambicioso de recuperação econômica; este seria discutida posteriormente pelo Conselho Europeu em 19 de junho. Calcado em buscar uma recuperação sustentável, inclusiva e justa para todos os países pertencentes a União Europeia, a proposta de criação do *Next Generation EU* e o ajuste ao *Work Programme for 2020*²⁰ foram mais um passo em direção ao aprofundamento da integração europeia.

O *Next Generation EU* consistiria em aprofundar sobremaneira o orçamento da União Europeia de modo a garantir todo o seu potencial de longo prazo. O montante proposto para o programa totalizaria €750 bilhões que juntamente com o montante disponível no MMF (€1,1 trilhão) consistiria em um orçamento de €1,85 trilhão. O montante disponível no *Next Generation EU* deveria ser investido através de três pilares: apoio aos países membros com reformas e investimentos, pontapé inicial na economia do bloco através de incentivos a investimentos privados e apoio irrestrito as áreas da saúde e da sociedade civil mais afetadas pela pandemia (EUROPEAN COMMISSION, 2020h).

O grande destaque do programa cuja Alemanha foi peça chave no esboço é a forma com que será feita o financiamento destes valores. Nas palavras da própria Comissão Europeia:

Next Generation EU will raise money by temporarily lifting the own resources ceiling to 2.00% of EU Gross National Income, allowing the Commission to use its strong credit rating to borrow €750 billion on the financial markets. This additional funding will be channelled through EU programmes and repaid over a long period of time throughout future EU budgets – not before 2028 and not after 2058 (EUROPEAN COMMISSION, 2020h).

Os debates que se seguiram à proposta apresentada pela Comissão Europeia culminaram, após cinco dias de debate (entre 17 e 21 de julho), na aprovação pelos 27 países membros da União Europeia do pacote de recuperação e orçamento de longo prazo

²⁰ O *Work Programme 2020* foi o primeiro adotado pela Comissão Europeia. Através dele, a instituição anuncia ações que serão tomadas durante o ano em benefício da União Europeia. Em linhas gerais, o programa apresentado em janeiro de 2020 buscava aproveitar as oportunidades decorrentes das transições ecológicas e digital. Para maiores informações, ver EUROPEAN COMMISSION (2020g).

(2021-2027) no que pode ser considerado o maior passo para manter a integração europeia funcionando.

A necessidade de uma rápida e sustentável recuperação econômica os líderes do bloco acordaram um pacote total avaliado em €1.842,3 trilhão que seria distribuído entre o *Multiannual Financial Framework* (MMF) e o *Next Generation EU* (NGEU). O MMF compreende o orçamento da União Europeia de longo prazo (2021-2027) e terá ao seu dispor o montante de €1.074,3 trilhão; estes recursos deverão ser usados nas seguintes áreas (EUROPEAN COUNCIL, 2020f):

- a) Mercado único, inovação e digital;
- b) Coesão, resiliência e valores;
- c) Recursos naturais e meio ambiente;
- d) Migração e fronteiras;
- e) Segurança e defesa;
- f) Vizinhança e mundo;
- g) Administração pública europeia.

Por outro lado, o NGEU funcionaria como um fundo de recuperação econômica na qual a Comissão Europeia captaria estes recursos (€750 bilhões) no mercado financeiro. Este montante será alocado em sete programas (EUROPEAN COUNCIL, 2020f):

- a) *Recovery and Resilience Facility* (€672,5 bilhões) dos quais €360 bilhões são empréstimos e €312,5 bilhões em subsídios;
- b) *ReactEu* (€47,5 bilhões);
- c) *Horizon Europe* (€5 bilhões);
- d) *InvestEU* (€5,6 bilhões);
- e) *Rural Development* (€7,5 bilhões);
- f) *Just Transition Fund* (JTF) (€10 bilhões);
- g) *RescEU* (€1,9 bilhão).

Limitando a análise ao programa mais relevante, *Recovery and Resilience Facility* (RRF) seria destinado aos países e setores que mais foram afetados pela crise sendo que 70% do montante destinado aos subsídios serão destinados entre os anos de 2021 e 2022; estas alocações serão feitas conforme critérios estabelecidos pela Comissão Europeia que levará em conta os padrões de vida, o tamanho e o número de desempregados de cada país. Por fim, os 30% restantes serão usados em 2023 (EUROPEAN COUNCIL, 2020f).

A decisão dos 27 países membros da União Europeia embora marcada por discordâncias e concessões, pode ser considerado a decisão mais significativa com o

intuito de fortalecer o bloco europeu. Se na crise de 2010, o bloco hesitou em diversos momentos em agir em conjunto, em boa medida, pela percepção dos países do norte de que os países periféricos eram perdulários e deveriam sofrer, na crise da COVID-19 não se pode queixar de inanição dos políticos europeus.

Para além do montante financeiro que o bloco se comprometeu a utilizar, a pandemia também mostrou uma mudança radical de postura da Alemanha. Conservadora e sempre muito reticente com relação aos países do sul, a chanceler Angela Merkel parece ter colocado o seu país na posição que há muito tempo se espera: de líder dentro da União Europeia.

5.3.3 Impasses internos, contradições e o porquê da Alemanha mudar de atitude

A crise provocada pelo novo coronavírus trouxe à baila as divisões existentes dentro da União Monetária Europeia. Os países do norte capitaneados pela Alemanha e Holanda, são a representação daqueles países que fizeram as reformas necessárias nas suas economias e viveram dentro dos limites no período de bonança financeira da primeira década do século XXI; estes países seriam, na fábula de Esopo, a formiga trabalhadora. Os países do sul, representados pela Grécia e Itália, são aqueles que não fizeram as reformas necessárias, mantiveram suas economias ineficientes e incorrendo em sucessivos déficits mesmo na fase de bonança – dentro da história do pensador grego, seriam os gafanhotos (THE ECONOMIST, 2020d).

No início da pandemia quando ainda as principais medidas para tentar minimizar os danos econômicos eram tomadas pelos Estados e não pelas instituições europeia, houve o primeiro desacordo entre os países do bloco. No dia 25 de março, um grupo de nove países liderados por França e Itália, aventaram a possibilidade de a União Europeia emitir um título de dívida com garantias mútuas; rapidamente Alemanha e Holanda se encarregaram de vetar a iniciativa (THE ECONOMIST, 2020d).

O veto, por si só, à iniciativa de criar o chamado *coronabonds* já causaria divisão dentro do bloco; no entanto a forma como o ministro da Finanças da Holanda Wopke Hoekstra conduziu o assunto, foi o estopim da primeira crise interna dentro da crise da COVID-19. Em reunião com os líderes políticos dos países pertencentes à União Europeia, o holandês sugeriu que Bruxelas abrisse um processo investigativo para verificar o porquê alguns países não tinham fôlego financeiro para enfrentar os problemas

econômicos advindos da pandemia. Esta era uma clara menção aos países do sul do bloco, os gafanhotos (BURCHARD; OLIVEIRA; SCHAART, 2020).

Após a divulgação da proposta feita pelo Eurogrupo no dia 09 de abril na qual, dentre outras coisas, os países poderiam tomar emprestado a partir do ESM até 2% do seu PIB, o ministro holandês voltou aos holofotes. Desta vez por apoiar a iniciativa que permitiria os países a captar estes recursos desde que fossem utilizados apenas para cobrir gastos médicos de curto prazo; estes recursos, em hipótese alguma deveriam ser utilizados como forma de resgatar as economias do bloco. Após sua defesa, o parlamento da Holanda votou a favor de não aceitar a criação do *coronabonds* e de condições restritas para que os países pudessem acessar os recursos disponíveis no ESM (SCHAART, 2020).

A Holanda assim como a Alemanha é um país que culturalmente possuem elevada aversão a dívidas além da crença de que a concessão de crédito sem contrapartida não é solidariedade, mas sim irresponsabilidade. Por esta razão, Hoekstra era extremamente elogiado dentro do seu país enquanto sofria ásperas críticas dos seus colegas europeus. Na visão dele não há nenhuma possibilidade de criação dos eurobonds uma vez que a União Europeia não dispunha de uma autoridade central que pudesse obrigar os países a fazer as reformas necessárias (THE ECONOMIST, 2020e).

Já na primeira semana de maio, uma decisão do tribunal constitucional da Alemanha colocou em risco o programa de compras de títulos públicos iniciado em 2015 pelo Banco Central Europeu, o chamado *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Segundo Wolf (2020b), a autoridade alemã não acusou o BCE de promover financiamento monetário das dívidas dos países pertencentes à Zona do Euro, o que não é permitido pelos estatutos da autoridade monetária, mas acusou o Banco Central de não avaliar de maneira correta a questão de proporcionalidade dos impactos econômicos da compra de títulos.

Ainda conforme Wolf (2020b) o tribunal alemão decretou que o Banco Central da Alemanha (*Bundsbank*) não poderia participar de qualquer ato que esteja fora da sua jurisdição legal. Em outras palavras, a autoridade monetária alemã não poderia continuar participando do programa de aquisição de títulos (PSPP) enquanto não fosse feita a avaliação de proporcionalidade que satisfaça o tribunal.

The Economist (2020g) afirma que ao longo dos últimos anos grupos de acadêmicos conservadores e juristas tem contestado junto a este tribunal a legalidade dos instrumentos de política monetária usados pelo BCE. Ademais, embora reconheça que a *European Court of Justice* (ECJ) é a última palavra quando se trata das leis que regem a

União Europeia, esta agiu fora da sua competência legal quando não avaliou da maneira apropriada a questão ligada a proporcionalidade.

The Economist (2020g) e Wolf (2020b) apontam que a decisão do tribunal alemão lança dúvidas se será possível avançar no recém lançado programa do Banco Central Europeu de compra de títulos durante a pandemia (PEPP); isto pode ser suficiente para que o BCE perca credibilidade junto ao mercado. Ademais, na impossibilidade do programa de compras do BCE avançar, as chances de moratórias dos países mais endividados aumentam consideravelmente.

Na contínua busca para garantir a sobrevivência do bloco, a apresentação do pacote de €750 bilhões pela Comissão Europeia em 27 de maio foi imprescindível para a manutenção da integração europeia, no entanto evidenciou algumas contradições entre os as políticas propostas neste plano e os princípios do mercado único que estão presentes lá na origem da União Europeia.

O pacote recém proposto consistiria na injeção de recursos diretamente para empresas do setor privado conseguirem enfrentar a pandemia e evitar falências. The Economist (2020i) aponta que entre esquemas de subsídios (aproximadamente 200) e programas de salvamento, será injetado algo em torno de €2,2 trilhões em empresas privadas. Empresas que já se encontravam em uma situação financeira ruim antes da pandemia não estariam aptas a receber ajuda, aquelas que forem socorridas deverão pagar os governos; por fim aquelas que receberam as maiores ajudas não poderão pagar bônus ou dividendos enquanto não pagarem o Estado. Mesmo sendo fundamental para o momento, no entanto, esta ajuda contradiz o princípio básico do mercado único no qual os governos não poderiam ajudar indevidamente as empresas do seu país.

O dirigismo estatal dentro do bloco embora proibido vinha ganhando espaço nos círculos políticos europeus com destaque para Alemanha e França que buscavam a todo custo a criação de campeãs nacionais, no caso campeãs europeias, para fazer frente ao crescimento de empresas deste tipo na China e nos Estados Unidos. Agora isto é possível. Uma forma de criar estes gigantes seria a fusão entre empresas e a partir do lançamento deste pacote isto torna-se possível e provável, principalmente entre empresas de países que sofreram menos na crise (Alemanha) e países que enfrentam maiores dificuldades econômicas (Espanha) (THE ECONOMIST, 2020i).

A proposta apresentada pela Comissão Europeia precisaria ser ratificada pelos 27 países-membros o que torna a aprovação uma verdadeira barganha política: em um dos lados os países periféricos querendo mais dinheiro; do outro os países do norte receosos

de emprestarem para estes países sem contrapartidas; no centro França e principalmente Alemanha, desejando contornar todas as objeções em prol da União Europeia.

Novamente a Holanda pode ser considerada o símbolo desta reticência com relação aos programas de ajuda dentro da União Europeia. Mark Rutte, o primeiro-ministro do país era o líder informal dos chamados “quatro frugais” junto de Suécia, Dinamarca e Áustria que formavam o bloco de países cétricos com relação à proposta encampada pela Comissão Europeia. O bloco não era contrário ao envio de dinheiro aos países que necessitavam, mas exigiam que este dinheiro fosse reembolsado aos países credores, ou seja, eles próprios (THE ECONOMIST, 2020j).

Ainda dentro da filosofia holandesa, há a premissa de que se os contribuintes holandeses deverão pagar por este pacote de auxílio, eles devem ter o direito de opinar sobre como este dinheiro será gasto nos países receptoras. Isto porque dentro da Holanda não há confiança de que a Comissão Europeia fará esta fiscalização a contento; contudo é muito provável que os políticos de países como Itália e Espanha não se sintam confortáveis com a possibilidade de holandeses examinando os gastos do país com as verbas provenientes deste fundo (THE ECONOMIST, 2020j).

Após intensas negociações entre os países membros, a aprovação deste grande pacote fiscal não marca uma derrota dos “quatro frugais”. Em primeiro lugar, Mark Rutte assegurou a existência de um freio de emergência que permitiria que qualquer governo da União Europeia poderia levantar objeções aos países receptores caso estes não estivesse fazendo as reformas estabelecidas; neste caso o desembolso seria suspenso até que os países discutissem o caso. Em segundo lugar não houve a mutualização das dívidas, o tal momento Hamiltoniano, no qual os países do norte são contrários. Por fim, o tamanho do pacote inicialmente sugerido por Alemanha e França foi mantido com a condição de que os “quatro frugais” diminuíram sua parcela de contribuição (THE ECONOMIST, 2020k).

Os impasses internos são uma constante dentro da União Europeia desde o início do processo de integração após a Segunda Guerra Mundial; nos momentos de grandes tensões econômicas, estas diferenças se acentuam. Chama a atenção, no entanto, a posição da Alemanha durante a crise econômica derivada da pandemia da COVID-19. O país que na primeira grande crise que o bloco enfrentou (2008-2012) pertencia ao chamado bloco dos frugais; já na atual crise foi o grande responsável por arquitetar o Fundo de Recuperação Econômica, garantindo que a integração do bloco não só se manteria como também se aprofundou.

The Economist (2020l) apontou algumas razões para que o país, outrora defensor da austeridade fiscal, se convertesse em um país que, para sair da crise econômica vivenciada pela COVID-19, aumentasse seus gastos. Em um primeiro momento, a própria pandemia que fez a economia alemã entrar em recessão estimulou o país a adotar medidas fiscais contracíclicas para atenuar os efeitos econômicos depressivos; ademais, o governo da chanceler Angela Merkel passou a receber apoio do povo alemão o que no começo do ano era menos evidente. Ainda dentro da Alemanha, uma outra explicação pode ser dada para a mudança de comportamento do país. Algumas pesquisas apontam que a forma como os economistas pensam a execução da política econômica no país vem mudando nos últimos anos: os economistas mais antigos, educados na tradição ordoliberal, vem dando espaços para economistas jovens que estudaram fora do país e que acreditam que a política fiscal pode ser um importante instrumento de estabilização de economias acometidas por choques.

Avaliando no âmbito da União Europeia, a atual crise econômica ocorre por razões distintas daquela de 2010-2012. Naquele momento, a Alemanha principalmente, acusava os países periféricos de viver além dos seus próprios meios e que procrastinaram as reformas para tornar suas economias mais competitivas; a austeridade e as reformas forçadas seriam a contrapartida para a liberação dos recursos. Por outro lado, na crise da COVID-19, nenhum país “teve culpa” pelo choque; este ocorreu por um vírus que escapa ao alcance da população e do governo de qualquer país o seu controle (THE ECONOMIST, 2020l).

Os motivos supracitados poder ser considerados parte da explicação, embora haja um motivo maior para isto: a Alemanha está assumindo seu papel de grande líder do bloco europeu. E mais: assume este papel porque a manutenção da Zona do Euro lhe é bastante favorável. The Economist (2020m, p. 28 – grifo nosso) ilustra isto:

Whether they want it or not, German hands now grip the EU’s levers of power, just as the bloc overhauls itself to cope with the covid-19 crisis. Being coy on the European stage used to work well for Germany. For obvious historical reasons, Germans do not like being seen to throw their weight around. And the EU’s status quo suited them. A single market let German supply chains whirr effectively and goods flow seamlessly. The euro allowed German exports to soar without the bother of an appreciating currency. Any downsides were exported to southern Europe [...] From a German perspective, the EU was not broken and did not require fixing [...] Now, however, a recognition that Germany needs Europe—not just vice versa—dominates thinking in domestic politics. Arguments for the recovery fund, which will see huge increases in German spending on the EU’s budget, are couched in terms of self-interest.

The Economist (2020m) afirma que a aprovação do Fundo de Recuperação, ao contrário, poderia ser uma forma da Alemanha se desculpar perante seus parceiros por duas situações que ocorreram durante a crise. A primeira foi o relaxamento das regras de financiamento de empresas privadas via recursos públicos que vai beneficiar diretamente a Alemanha que solicitou quase €1 trilhão (quase metade do total) e resultará na abolição da regra de competição justa dentro do mercado único. A segunda foi a decisão contrária da corte constitucional do país com relação ao programa do Banco Central Europeu de compra de títulos.

Gasparotti e Kullas (2019)²¹ apontam que a Alemanha foi o maior beneficiário dentro da Zona do Euro desde a introdução da moeda única em 1999. Segundo os autores ao longo dos 20 anos de existência da moeda única, a nova moeda criou €23 mil adicionais para cada habitante do país; a Holanda foi o segundo maior vencedor com montante adicional de €21 mil. A Grécia foi o outro país do estudo que apresentou saldo positivo (€190) muito em função das enormes perdas que o país sofreu decorrência da crise de 2010-2012.

5.4 O significado econômico das medidas adotadas

As diversas medidas tomadas dentro da União Europeia nos mais diferentes níveis – países-membros e institucional – tem uma característica comum: todas elas, em última análise, consistiram em uma injeção maciça de liquidez (dinheiro) nas economias. A própria peculiaridade da crise, sendo um choque simultâneo de oferta e de demanda, foi fundamental para que o bloco ampliasse significativamente a quantidade de dinheiro à disposição dos seus cidadãos e empresas.

A ampliação da quantidade de dinheiro em circulação por si só já é um tema que divide o bloco europeu seja pela própria ampliação da quantidade de dinheiro em circulação e de suas possíveis consequências inflacionárias, seja pela forma como alguns países enxergam essa ampliação da liquidez e como isto se relaciona à compra de títulos públicos. Estas fricções dentro do bloco não são novas; estão no cerne da formação da União Europeia e da Zona do Euro e foram evidenciadas já na crise da dívida soberana de 2010-2012.

²¹ O estudo contempla os seguintes países: Alemanha, Espanha, Holanda, Itália, França, Grécia, Portugal e Bélgica.

Em linhas gerais, as medidas implementadas pelas autoridades para mitigar os problemas econômicos foram de dois tipos: expansões fiscais contracíclicas em cada país-membro de modo a fornecer dinheiro diretamente para os agentes econômicos que mais sofreram com a pandemia (empresas e trabalhadores) e expansões monetárias via compra de títulos pelo Banco Central Europeu que poderia potencializar a política fiscal ou através de flexibilizações que facilitariam o acesso ao crédito.

Galí (2020) chama a atenção para o fato de que estas políticas governamentais de fornecimento de liquidez para empresas e para autônomos com a intenção de mantê-los em atividades não seria a mais adequada. Mesmo que de maneira temporária (pelo período de inatividade) isto representaria um ônus a mais aos governos que para arcar com isto poderiam aumentar os impostos e repassar esta conta para as empresas e famílias o que seria contraproducente ou tomar emprestado no mercado financeiro aumentando seu endividamento o que poderia representar aumento de impostos futuros. Mesmo com os relaxamentos implementados pela União Europeia, o autor acredita que isto é uma estratégia arriscada principalmente pelo atual nível de dívidas que os países do bloco possuem.

Wolf (2020a) afirma que à medida em que a crise econômica avançava pelos países-membros e as necessidades de gastos dos governos cresciam, a tensão nos mercados aumentava uma vez que havia o risco de redenominação – temor dentro do mercado financeiro de que houvesse novamente calotes, crises financeiras e possibilidades de saídas de países da Zona do Euro. Daí a necessidade de mais uma intervenção do Banco Central. O BCE possui dois objetivos precípuos, o de manter os mercados financeiros em pleno funcionamento e de que a política monetária seja transmitida para todos os países membros, o risco de redenominação colocava em xeque estes dois objetivos.

A aceleração do crescimento dos passivos dos governos europeus e a consequente tensão dentro do mercado de títulos da dívida pública sobre a capacidade de pagamento destas novas dívidas fez o Banco Central Europeu incorrer em um novo *Quantitative Easing* (QE) que seria, na visão de Milles (2020) a política mais adequada para permitir que a política fiscal tivesse margem de manobra para dar as respostas necessária à crise e assim limitar eventuais temores dentro do mercado financeiro.

O QE, primeira grande expansão monetária feita pelo BCE durante a crise da COVID-19, consistiu na compra de €750 bilhões em títulos públicos e privados pelo Banco Central Europeu. Este movimento fez com que muitos lembrassem da metáfora

criada por Milton Friedman do “helicóptero de dinheiro” que em linhas gerais consistiria na impressão de dinheiro pelo Banco Central e a sua entrega para o governo distribuir este para a sociedade. Nas palavras de Galí (2020, p.2) a União Europeia precisaria de:

[...] direct, unrepayable funding by the central bank of the additional fiscal transfers deemed necessary, an intervention commonly known as ‘helicopter money’. Central banks have the ability to create money in the form of currency or, more relevantly, a credit to an account held at the central bank. In the typical arrangement, only banks and governments hold an account at the central bank. In the current context, the central bank could credit the government's account (or governments, in the case of the ECB) for the amount of the additional transfers and for the duration of the programme. That credit would not be repayable, i.e. it would amount to a transfer from the central bank to the government. From an accounting viewpoint, it would be captured by a reduction in the central bank's capital or by a permanent annotation on the asset side of its balance sheet. Thus, it should not have an impact by itself on the central bank's profits which are periodically transferred to the government, especially if the interest rate on reserves were to remain at zero. Note that such a transfer from the central bank to the government would be equivalent to a commensurate purchase of government debt by the central bank, followed by its immediate writing-off, thus no longer having an impact on the government's effective debt liabilities.

A execução desta maciça compra de títulos pelo BCE não se caracterizaria um “helicóptero de dinheiro” a lá Friedman. Miles (2020) afirma que comparar o QE com a impressão de dinheiro pura e simples é um erro uma vez que a compra de ativos significa a criação de dinheiro, mas não dinheiro em forma de cédulas; o dinheiro criado são reservas que serão mantidas pelo Banco Central o que se configura como passivos do setor público.

Miles (2020) conclui que esta compra de títulos feita pelo Banco Central Europeu é um mecanismo de estabilização cujo efeito colateral nas finanças públicas são dois: em primeiro lugar os governos não terão necessidade de emissão de títulos de curto prazo e consequentemente não haverá necessidade de rolagem desta dívida; em segundo, evita-se o financiamento de expansões fiscais através da emissão líquida de dívidas de longo prazo que seria absorvida pelo mercado em um contexto de elevada volatilidade e riscos.

A comparação entre as duas grandes crises econômicas que a União Europeia sofreu nos últimos anos é inevitável; assim como a avaliação das respostas adotadas para mitigar os efeitos destas crises. Na crise financeira de 2008-2009 houve participação maciça dos países-membros para socorrer o sistema financeiro culminando em aumento do endividamento público e na crise da dívida soberana entre 2010 e 2012; somente a partir deste momento que houve uma maior participação das instituições da União Europeia – destaque para o Banco Central Europeu. Na época criticou-se a demora para

uma ação mais conjunta do bloco; esta letargia colocava em risco a própria existência da União Europeia.

Agora diante da pandemia da COVID-19, a União Europeia mostrou que havia aprendido as lições da crise anterior quando atitudes erráticas minavam a confiança na moeda única. Apesar da importante atuação inicial dos países-membros, a União Europeia através das suas instituições – desta vez não só o Banco Central Europeu, mas também a Comissão Europeia – tiveram papel decisivo na manutenção a unidade europeia. Ao contrário do que muitos acreditavam, a União Europeia, mais uma vez, sobrevivia a uma crise.

6 COMO FAZER A ZONA DO EURO MAIS FUNCIONAL

A construção da União Europeia foi um projeto extremamente ambicioso sob toda ótica de análise: política, econômica, social. A ousadia europeia culminou na criação de uma moeda única, o Euro, que seria adotada por mais de uma dezena de países distintos. Este passo, de uma União Monetária, foi fundamental para o aprofundamento do bloco; contudo, a ausência de algumas instituições faz com que a Zona do Euro seja uma integração monetária incompleta e que seu funcionamento fique aquém do desejável pelos seus integrantes.

Reformar e aprofundar a integração é vital para garantir prosperidade e crescimento econômico no longo prazo. Bénassy-Quéré et. all (2018) apontam os três motivos pelo qual a Zona do Euro precisa ser reformada: reduzir as vulnerabilidades do bloco, principalmente no que tange às questões financeiras; produzir incentivos aos governos para que estes persigam políticas macroeconômicas prudentes e reformas internas para que suas economias tenham crescimento sustentável; por fim e na visão dos autores o motivo principal seria a remoção das divisões e ressentimentos entre os participantes e até mesmo entre algumas instituições do bloco.

Para tornar a Zona do Euro mais funcional se faz necessários avanços nas áreas econômica e política. Em razão das crises econômicas vividas pelo bloco (crise de 2008-2012 e COVID-19) algumas reformas já foram iniciadas; contudo ainda são tímidas diante da magnitude das necessidades do bloco. Se a Europa deseja continuar unida dentro deste projeto único, é necessário um maior aprofundamento nas áreas bancária-financeira e fiscal.

6.1 União bancária

A construção de um sistema bancário comum ou uma união bancária dentro da União Europeia é um passo enorme em direção do fortalecimento da integração do continente. Deve-se ter em mente que este processo não envolve apenas a supervisão comum das instituições financeiras; envolve também a criação de um seguro de depósito

comum e procedimentos comuns (resolução comum) para o caso de as instituições financeiras descumprirem as suas obrigações (STIGLITZ, 2016).

Ao longo do processo de construção da União Europeia, percebeu-se a necessidade de discutir regras comuns para que fosse possível lidar com crises bancárias, principalmente aquelas que fossem transfronteiriças. Os eventos que ocorreram na década de 1990 foram cruciais para a ampliação deste debate que culminariam em um sistema com harmonização mínima, reconhecimento mútuo dos procedimentos individuais de cada país e a cooperação entre as autoridades responsáveis (BOCCUZZI, 2016).

Dentro da União Europeia existe um certo vácuo temporal entre a percepção da necessidade de novos passos para fortalecer o processo integratório e a tomada de decisão. Como já mencionado, o bloco europeu em muitos momentos da história parece ser muito mais reativo aos eventos do que propositivo, principalmente nos momentos de crises agudas que acometeram os países da região.

As crises da década de 1990 foram importantes para colocar na mente dos políticos que havia a necessidade da construção de um mecanismo de combate às crises bancárias; a crise de 2010 foi fundamental para colocar em prática a União Bancária. Sum (2016) afirma que a crise revelou diversas fragilidades no arcabouço regulatório do setor bancário europeu e que isto colocou em xeque a própria existência futura da União Europeia.

Em junho de 2012, o *European Council* havia percebido a necessidade de se criar um mecanismo que quebrasse o ciclo pernicioso entre dívidas soberanas e dívidas bancárias. Tal mecanismo seria único e serviria para supervisionar grandes conglomerados bancários e que fossem sistemicamente relevantes. Em setembro do mesmo ano, no auge da crise, foi apresentado um relatório chamado “*Genuine Economic and Monetary Union*” que estabelecia as diretrizes a serem seguidas para se criar a União Bancária (GROS, 2013).

O próprio Gros (2013, p. 65) mostra a relevância que a publicação deste relatório enxergava pois:

the establishment of a Banking Union should also be seen as a first step towards further integration. According to their report, a Fiscal Union would be the next logical step. Moreover, a Fiscal Union was held to imply the need for a political union.

A importância de uma União Bancária para tornar a União Europeia mais funcional e aprofundar o processo de integração é explicado por diversos prismas.

Baglioni (2016), por exemplo, cita que a importância da União Bancária reside no fato de que haveria uma redução do custo fiscal em caso de necessidade de resgates bancários. O autor aponta que existem dois canais através do qual as crises bancárias podem impactar o setor público:

- a) um canal direto: são todas as medidas que os governos colocam em prática afim de ajudar bancos problemáticos e evitar falências e com isto limitar os custos desta bancarrota para os depositantes e acionistas;
- b) um canal indireto: todas as outras formas que uma crise bancária pode afetar negativamente os resultados do setor público. Uma crise financeira afeta negativamente o ciclo econômico através de uma queda significativa na oferta de crédito e na desvalorização do preço dos ativos que amplificará a desaceleração econômica. Isto acionará os estabilizadores fiscais automáticos (benefícios aos desempregados) que diminuirá as receitas tributárias, deteriorando o resultado primário. Soma-se a isto que o apoio ao setor financeiro pode fazer com que o custo de captação do governo se eleve, aumento os custos com juros.

Boccuzzi (2016) exemplifica o que havia sido percebido pelos políticos europeus quando estes afirmaram a necessidade de se quebrar um círculo vicioso entre risco soberano e risco bancário. O autor aponta esta relação como uma via de mão dupla: por um lado, os problemas surgidos no setor bancário impactam negativamente na dívida pública à medida em que programas de resgate sejam feitos com dinheiro público; por outro lado, dificuldades orçamentárias (déficits elevados e níveis de endividamento) provocam efeito negativo no balanço dos bancos em razão do declínio dos valores dos títulos públicos e o maior custo de financiamento.

Outra razão para se desejar a união bancária é que através dela seria possível atingir um maior nível de convergência na supervisão. Quando se tem por objetivo a construção de instituições que executem a supervisão prudencial, é mister que haja uniformidade e padrões nas regras para implementação. A importância disto, conforme Baglioni (2016) é que este assunto, dentro do continente europeu, está intimamente relacionado à conclusão do mercado único cuja premissa central é que todos os países participantes gozem da livre circulação de bens e serviços, inclusive, financeiros. Caso as regras não sejam únicas para todos, implicará em distorções na competição entre as instituições financeiras alterando o funcionamento do mercado interno.

A crise financeira serviu para fragmentar o sistema bancário europeu o que prejudica o funcionamento do mercado único. A união bancária buscaria diminuir este

fenômeno para que as diferenças de custos de financiamentos também fossem reduzidas de modo a não prejudicar as atividades empresariais e bancárias nos países-membros (SUM, 2016).

Boccuzzi (2016) finaliza os motivos pelo qual apoia a formação da união bancária, argumentando que ela serviria para ajustar, em nível supranacional, a estrutura e as regras de supervisão bancária para fazer frente aos novos desafios que o setor estava enfrentando. O intuito era se preparar para enfrentar o surgimento de novos intermediários para as operações além da remoção de alguns obstáculos em nível nacional. Por fim, o autor aponta que a união facilitaria a comparação entre bancos e sistemas bancários dos mais diversos países pertencentes a União Europeia.

Em suma:

The movement of supervisory responsibility and potential financial assistance to the supranational level is expected to reduce the fragmentation of financial markets, counteract deposit flights and restore confidence in the EU banking sector through setting uniform standards for banking regulation (SUM, 2016, p. 103).

6.1.1 Aspectos institucionais da economia bancária da União Europeia

Os primeiros passos em prol da harmonização das regras bancárias dentro da União Europeia ocorreram ainda nas décadas de 1970 e 1980 com a primeira Diretiva Bancária (77/780/EEC) e a segunda Diretiva Bancária (89/646/EEC). De maneira geral as duas diretivas introduziram algumas regras para o funcionamento da atividade bancária dentro da Europa como a licença bancária única, o princípio do controle do país de origem e do reconhecimento mútuo; assim todos os países da União Europeia que estivessem autorizados a operar no seu país, teria liberdade em oferecer seus serviços ou criar filiais em qualquer país do bloco, sem a necessidade de licenças adicionais (SUM, 2016).

A segunda Diretiva Bancária auferia ao país de origem as funções de supervisão das redes bancárias transfronteiriças o que incluía o monitoramento da solvência das filiais estrangeiras. Através desta diretiva, foi concedida permissão ao país de origem de regular as filiais de outros países, por exemplo, campanhas de marketing, como as instituições bancárias lidavam com os consumidores além de questões mais diretas como o monitoramento da liquidez. Em linhas gerais, a segunda Diretiva Bancária tinha por objetivos harmonizar as necessidades mais adequadas de capital no sistema bancário,

assim como formulação regulatória com relação a exposição dos bancos além de regular atividades bancárias não financeiras (SUM, 2016).

O Tratado da União Europeia mais conhecido como Tratado de Maastricht (1991) é o marco legal para a integração monetária dos países da Europa. Nele está estabelecida as instituições pertencentes a *Euroland* bem como está definido que a política monetária do bloco será conduzida pelo *European System of Central Banks* (ESCB) que inclui o Banco Central Europeu (BCE) e todos os bancos centrais dos países pertencentes à União Europeia. Popularmente, convencionou-se a chamar de *Eurosystem* o sistema composto pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos Bancos Centrais Nacionais (BCN) daqueles países que adotaram o Euro como moeda.

O Banco Central Europeu (BCE) é uma construção *sui generis* dentro da história econômica uma vez que é a autoridade monetária para um conjunto de países. O modelo na qual o BCE foi constituído é o do Banco Central Alemão (*Bundsbank*) cujas premissas básicas são: estabilidade de preços e independência política. Com relação ao controle da inflação, este modelo apregoa que caso o Banco Central tenha outros objetivos, estes não devem ser conflitantes com o seu objetivo principal. Já no que tange a independência política, o Banco Central é o único responsável pela condução da política monetária e não deverá sofrer influências externas (DE GRAUWE, 2005).

Os objetivos do BCE estão explícitos no Tratado de Maastricht (1992) no seu artigo 105 quando afirma que o objetivo é a manutenção da estabilidade dos preços e que a autoridade monetária deveria apoiar as políticas da Comunidade como forma de atingir o alto nível de emprego desde que isto não prejudique o objetivo precípua de estabilidade monetária. Já o artigo 107 trata da independência quando afirma que BCE, BCN ou qualquer membro dos órgãos decisórios não deverão sofrer influências externas qualquer seja das instituições do bloco seja dos governos pertencentes ao *Eurosystem*. Ademais, acresce-se que a independência do Banco Central Europeu é fundamental para que se atinja a estabilidade de preços (UNIÃO EUROPEIA, 1992).

O poder de decisão dentro do *Eurosystem* é restrito a dois órgãos que fazem parte do Banco Central Europeu: o *ECB Council* e o *ECB Board*. Este é composto pelo presidente e vice-presidente do BCE mais quatro diretores; todos eleitos para um mandato de oito anos não extensível; aquele é composto pelos participantes do *ECB Board* além de todos os presidentes dos bancos centrais dos países que adotaram o Euro. O *Council* é o responsável pela formulação da política monetária e pelo estabelecimento do que for necessário para sua implementação; já o *Board* é responsável pelo acompanhamento

diário das atividades do BCE, prepara as decisões do *Council* e acompanha os desdobramentos delas (PADOA-SCHIOPPA, T., 2004).

O sistema monetário europeu apresenta uma característica importante que mostra a profundidade da integração do bloco: aqueles países que optaram por renunciar sua soberania monetária, renunciando sua moeda em prol de uma moeda comum, também estavam abdicando de dois importantes instrumentos de política econômica: a política monetária e a política cambial. Mas isto não é tudo; estes países renunciaram tal soberania para atribuí-la a uma entidade europeia.

De Grauwe (2005) afirma ao definir que a política monetária da Zona do Euro fosse uma atribuição de uma instituição (BCE) supranacional, ou seja, europeia, isto criou uma peculiaridade. Em linhas gerais, os bancos centrais mundo afora têm, dentre as suas funções, o poder de supervisionar o sistema bancário de seu país; no caso da Zona do Euro, esta atribuição ficou a cargo dos países-membros.

O estabelecimento original da regulação e supervisão bancária data de 1989 com a divulgação da *Second Banking Directive* sendo incorporado pelo Comitê Delors; portanto esta diretiva é anterior ao Tratado de Maastricht. Basicamente há dois princípios norteadores dentro deste documento: o chamado *home country control* e o *host country responsibility*. O primeiro asseverava que a supervisão bancária ficaria sob responsabilidade das autoridades dos países no qual um determinado banco possuía sua sede – por exemplo o alemão Deutsche Bank e suas filiais em outros países europeus seriam supervisionadas por um órgão alemão. Já o segundo princípio assegurava que cada país através das suas entidades reguladoras seria responsável pela estabilidade financeira do seu próprio mercado – por exemplo as autoridades monetárias francesas seriam responsáveis pela solidez de todos os bancos operando na França inclusive de uma filial francesa de um banco alemão (DE GRAUWE, 2005).

O que estava por trás desta ideia reforça um dos alicerces na qual foi construída toda a União Europeia: cooperação entre os países membros. A teoria era que o mercado único faria com que houvesse cooperação entre as autoridades de cada um dos países pertencentes à Zona do Euro e isto garantiria um sistema integrado capaz de enfrentar os desafios que um sistema bancário realmente integrado enfrenta além de promover respostas políticas sempre que necessário (ENRIA, 2013).

O passo decisivo para a criação da União Europeia foi fundamental para que se caminhasse em direção semelhante dentro da atividade bancária. Em 1994, a diretiva 94/19/EC estabelecia a regulamentação sobre os seguros de depósitos bancários (DSG na

sigla em inglês) e pode ser considerado um marco histórico no que concerne a regulação protetora dos depositantes no sistema bancário europeu. O objetivo desta diretiva foi estabelecer um nível mínimo de harmonização na seara dos seguros de depósitos bancários – estabeleceu-se a cobertura de 20.000 ECU com prazo de 3 meses para reembolso dos depositantes (BAGLIONI, 2016).

Boccuzzi (2016) aponta que embora a diretiva consagrava a associação compulsória dos bancos neste esquema de seguros de depósitos havia poucos pontos de convergência dentro dos sistemas nacionais – aos países membros foi facultado a adoção de aspectos estruturais e funcionais do DSG. O autor afirma ainda que a harmonização, além da associação obrigatória dos bancos, se deu também através da atribuição de responsabilidade do país de origem em reembolsar os depositantes das filiais estabelecidas dentro da Comunidade.

Howarth e Quaglia (2016) afirmam ainda que por se tratar de uma diretiva baseada em um nível de harmonização mínima, os DSGs nacionais continuaram a apresentar diferenças entre eles em assuntos como quais os depósitos seriam elegíveis para serem reembolsados, o nível de cobertura, quais seriam os mecanismos de financiamento deste seguro e o cálculo do montante a que cada banco do sistema deveria contribuir.

Pouco antes da entrada em vigor do Euro como moeda única, a *European Commission* publicou a diretiva 1998/26/EC que versava sobre a liquidação definitiva dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos. O objetivo da publicação desta diretiva era assegurar estabilidade no pagamento, compensação e transferências realizadas no sistema oficial que havia sido criado, mesmo no caso de procedimentos de insolvência. O autor ainda elucida quais seriam estas regras de proteção do sistema de liquidação (BOCCUZZI, 2016):

- a) os pagamentos, transferência e compensação até mesmo os procedimentos de insolvência seriam estabelecidos a partir daquele momento sem a possibilidade de retroagir;
- b) habilidade do sistema de disponibilizar recursos diretamente aos participantes;
- c) isolamento dos efeitos dos procedimentos de insolvência daqueles que forneceram a garantia.

Outro marco relevante na integração do sistema bancário foi a formulação da *Directive on the reorganisation and winding up of credit institutions* (2001/24/EC). Boccuzzi (2016) afirma que esta nova legislação estava calcada ainda em princípios como o da mínima intervenção mesmo em situações de crise e ainda mantinha diversas

peculiaridades das legislações nacionais. Ademais, a diretiva não continha uma definição clara de regras comuns de insolvência deixando à cada país a liberdade de preservar os arranjos institucionais e procedimentos existentes. De maneira genérica, a diretiva apenas definiu quais países teriam competência para solicitar a abertura de procedimentos de reorganização ou liquidação. No entanto, ressalva o autor, a legislação reforçou alguns princípios importantes como a harmonia e universalidade de procedimentos dentro da União Europeia. Baseando-se nisto, as autoridades do país de origem eram as únicas competentes a abrir qualquer procedimento de reorganização e liquidação.

Sum (2016) aponta que concomitantemente a publicação da diretiva (2001/24/EC), outras três também foram divulgadas, o que configuraria o chamado *Finance Services Action Plan*. Além da legislação supracitada, outras três compunham este novo instrumento:

- a) *Regulation on the application of international accounting standards* (1606/2002/EC);
- b) *Directive on European Company Statue – Societas Europea* (Diretiva 2001/86/EC e Regulamento 2001/2157/EC);
- c) *Directive on the taxation of savings income in the form of interest payments* (2003/48/EC);
- d) *Financial Conglomerates Directive* (FCD) (2002/87/EC).

O FCD tinha por objetivo a supervisão dos grandes grupos, conglomerados financeiros em nível nacional; existia dentro desta diretiva a possibilidade de se exercer a chamada supervisão suplementar. Dentro desta, buscava-se avaliar alguns tipos de riscos específicos como múltiplo uso de capital, concentração de riscos, efeito-contágio e conflitos de interesses dentro das respectivas atividades executadas pelos bancos. Anteriormente à eclosão da crise, os instrumentos preventivos eram limitados a relatórios e regras de cooperação internacional além da própria definição do que era um conglomerado (SUM, 2016).

Ainda com relação à supervisão das subsidiárias europeias, a União Europeia entendia que o conjunto banco e filiais eram um organismo único e estariam sob supervisão da autoridade competente do país que emitiu a *Single European Licence* (autorização de funcionamento). Contudo, Sum (2016) aponta que este princípio de supervisão, centrado no país de origem, não era mais suficiente a partir do momento que se criou as regras para as filiais estrangeiras das *Societas Europeas* e isto reforçava a visão

de que seria necessário um mecanismo centralizado de regulação, supervisão, resolução e socorro do sistema bancário-financeiro.

[...] some of the foreign branches may be systemically important to small economies while insignificant to the whole banking group. This might imply conflicts in monitoring the risk of such entities. Additionally, EU banks tended to expand internationally, predominantly through subsidiaries. In terms of the rules established by the Second Banking Directive and the Deposit Guarantee Schemes, subsidiaries were supervised by the home country regulator, while covered by the host country's deposit insurance scheme. Besides the apparent incentive conflict in carrying out supervisory tasks, the question of potential bail-out ability of the host country arose. An additional issue related to the cross-border activity of banks was potential international spill-over effects including the cost of bank closures and resolutions, shocks to banks' capital positions, cross-border asset transfers and credit provision, as well as the effects of various deposit insurance liabilities (SUM, 2016, p. 83).

Por fim, houve a publicação da diretiva 2002/47/EC que versava sobre arranjos de garantias financeiras. Essa nova legislação, introduzia novas formas de garantias financeiras junto das tradicionais existentes. Isto tornaria descomplicaria as negociações entre credores e devedores pois simplificava as formalidades para o estabelecimento e execução de uma garantia dada além da concessão de tratamento favorável para garantia no caso da abertura de um procedimento de insolvência contra um devedor (BOCCUZZI, 2016).

Com relação aos requerimentos de capital, a União Europeia não possuía nenhuma diretiva sobre o assunto até 2007 quando foi introduzida a primeira *Capital Requirements Directive* (CRD). Esta seria válida para toda e qualquer instituição de crédito e firmas de investimentos que estavam autorizadas a operarem dentro do bloco sob a *EU Markets in Financial Instruments Directive* (*Directive 2004/39/EC*). Ela sofreu alterações com o desenrolar da crise quando em 2010 implementou-se a CRD III para tentar lidar com a situação corrente (SUM, 2016).

A CRD III foi importante pois fortaleceu a proporção adequada de capital nos bancos além de estabelecer requisitos de capital mais rigorosos com relação à exposição do banco a ressecurtização e maior rigor sobre relatórios sobre requerimentos relacionados à securitização dentro da carteira de negócios da instituição bem como fora do balanço. Naquele momento, o mercado financeiro era o grande vilão da crise com seus executivos sendo acusados de receber elevadas comissões por assumirem riscos desproporcionais; por isso a CRD III introduziu novas regras para remuneração de bancos e firmas de investimentos com o objetivo de diminuir os incentivos à tomada de riscos em excesso (SUM, 2016).

No bojo da crise europeia, o mundo financeiro se reuniu para aperfeiçoar as regras prudenciais na tentativa de prevenir uma nova crise financeira; produzia-se em 2011 o acordo de Basileia III. Baseando-se nestas diretrizes, a União Europeia elaborou em 2013 a CRD IV que introduziu cinco novas margens de capital, a saber (SUM, 2016):

- a) Cobertura de capital de conservação;
- b) Cobertura de capital contracíclico;
- c) Cobertura de capital para risco sistêmico;
- d) Cobertura de instituições globalmente sistêmica;
- e) Outras coberturas de instituições sistêmicas.

Além destas preocupações com relação as margens de capital, a CRD IV introduziu novas regras de governança corporativa e de remuneração dos executivos, aprofundando o que já havia sido promovido pela CRD III. Nesta seara, introduziu-se limitação para o pagamento de bônus, dentro da remuneração variável, como forma de limitar ainda mais a tomada de risco. Ainda conforme depreendido de Basileia III, a CRD IV se esforça para reduzir a confiança que os bancos possuíam em classificação de crédito externa, exigindo que houvesse opiniões internas antes da tomada de decisão com relação aos investimentos (SUM, 2016).

A operacionalização e especificação dos regulamentos propostos pela CRD IV fica a cargo da *Capital Requirements Regulation* (CRR) (Resolução 575/2013). A CRD IV fica responsável pelo estabelecimento das condições gerais de acesso aos depósitos, a CRR cria normas prudenciais para atuação das empresas de crédito e de investimentos. O pacote CRD IV/CRR criou dois instrumentos legislativos poderosos: a regulamentação que se tornou diretamente vinculada às legislações nacionais e a diretiva que teve que ser implementada pelas autoridades nacionais (SUM, 2016).

6.1.2 O que a crise de 2008-2012 evidenciou

A crise no mercado hipotecário norte-americano que desaguou na crise financeira de 2008-2009 pode ser considerado o primeiro grande teste em termos de supervisão bancária e gerenciamento de crises para a União Europeia. E o bloco falhou. As inúmeras falências dentro do sistema bancário dos diversos países pertencentes ao bloco evidenciaram as inúmeras deficiências de gerenciamento de riscos, baixo grau de prevenção para lidar com dificuldades financeiras, enormes vazios na regulação e

supervisão do setor financeiro e falta de homogeneidade nos arranjos institucionais (BOCCUZZI, 2016).

Uma das deficiências do bloco reside na construção do Banco Central Europeu (BCE) dentro do que ficou convencionado como modelo alemão tem raízes na década de 1980. Naquela ocasião dois fatores foram fundamentais para isto: a contrarrevolução monetarista que dominava o debate econômico e a posição estratégica da Alemanha na condução das discussões sobre a integração europeia. Segundo a tradição monetarista, o Banco Central deveria se preocupar apenas com aquilo que ele tem controle, ou seja, com o nível de preços; este objetivo deveria ser perseguido sem pressões políticas. Soma-se a isto a histórica aversão a inflação que a Alemanha possui e isto serviu como barganha nas negociações para a integração: ao país aceitaria fazer parte da União Monetária Europeia desde que o Banco Central Europeu desse um peso ainda maior à estabilidade de preços que era dado pelo *Bundsbank* (DE GRAUWE, 2005).

Os arquitetos da construção do Banco Central Europeu (BCE), atribuíam à autoridade monetária um peso quase exclusivo ao controle do preço, esquecendo-se que os bancos centrais possuem outras atribuições. Faz parte do escopo dos bancos centrais a supervisão e manutenção da estabilidade do sistema bancário-financeiro; em caso de falha nesta missão, as autoridades monetárias têm ao seu dispor a facilidade de criar liquidez para municiar problemas ligados à escassez de crédito, atuando como um autêntico prestador de última instância. Em Maastricht (1992) não se estabeleceu esta como uma função do Banco Central Europeu.

O fato de um banco central não ter esta função descrita no seu estatuto deve-se ao risco moral que isto pode implicar dentro do sistema bancário-financeiro como um todo. Uma vez que todo o sistema saiba que a autoridade monetária estará sempre disposta a salvar qualquer instituição que esteja com problemas financeiros há incentivos aos participantes do mercado para que assumam riscos desproporcionais às suas capacidades de pagamentos.

Wyplosz (2012) aponta que o Banco Central Europeu não é o prestador de última instância por duas razões: informações limitadas sobre a real situação dos bancos além de não ter o poder de intervir; uma intervenção poderia ter um custo elevado demais e o BCE poderia sofrer enormes perdas. Sobre o primeiro motivo, como a supervisão do sistema bancário ficou sob a tutela dos países, as informações podem levar um tempo para chegar ao BCE uma vez que ela percorrerá toda uma trajetória, peculiar a cada país,

até chegar na autoridade que supervisione o sistema e a partir daí esta envia para a autoridade monetária supranacional.

Já com relação as perdas que o BCE pode incorrer, Wyplosz (2012) faz um comparativo entre a situação em um país independente e a situação do bloco europeu. No primeiro caso, quando há perdas no sistema bancário, independentemente de quem o socorrerá (banco central ou Tesouro Nacional), o fardo recairá sobre os contribuintes. Já no caso europeu, a falha no sistema bancário de um país ou de alguns países, fará com que todos os contribuintes dos países que adotaram o Euro sejam penalizados. Pelo Tratado de Maastricht (1991), o BCE poderia intervir em nome das autoridades que estão supervisionando este determinado banco e está ser responsabilizada pela perda – isto seria funcional caso os bancos não tivessem filiais nos outros países o que não é o caso da Zona do Euro. Soma-se a isso que os governos poderiam ser incapazes de atuar dependendo do seu nível de endividamento.

Portanto, a crise de 2008-2012 evidenciou que

At the very least, it must be accepted that there may exist crisis situations when the ECB will have to intervene, and consequences ought to be drawn. **These consequences are that the Eurozone needs a single regulator, a single supervisor, a single resolution authority and, most likely, a common deposit insurance mechanism. This is what defines a banking union** (WYPLOSZ, 2012, p. 21 – grifo nosso).

Evidencia-se que as bases teóricas de construção do Banco Central Europeu – a visão alemã – não se preocupou em atribuir a ele a função de prestador de última instância. Soma-se a isso, a questão relativa à supervisão do sistema bancário ser feita pelas autoridades designadas por cada país participante da Zona do Euro, fez com que o BCE tivesse pouco a fazer como foi o caso da crise de 2008-2012. Isto foi suficiente para mostrar que em momentos de crise bancário-financeira, o Banco Central não estava suficientemente preparado, do ponto de vista de instrumentos de atuação, para amortecer choques de grande magnitude. Uma união bancária profunda deverá contemplar estes aspectos.

Com relação a cooperação entre as autoridades dos países-membros e isto inclui a necessidade de convergência com relação às práticas de gerenciamento de crises bancárias, a Zona do Euro andou de lado durante sua constituição. Em momentos que havia problemas no sistema bancário-financeiro, o assunto ganhava destaque e ações eram discutidas; já nos momentos em que havia estabilidade no setor, as discussões diminuam. Houve momentos nos quais as iniciativas até eram tomadas em prol da maior

convergência, mas estas não gozavam de amplo apoio – em algumas situações havia grande oposição à criação de arcabouços supranacionais pois os países relutavam em renunciar suas peculiaridades dentro do assunto (BOCCUZZI, 2016).

A crise de 2008-2012 não apenas mostrou que o Banco Central Europeu não possuía instrumentos e autoridade suficiente para enfrentar sozinho uma crise de grandes proporções como foi aquela; trouxe à tona também que a cooperação entre as autoridades dos países do bloco não era tão profunda e harmônica a ponto de prevenir crises financeiras; na ocorrência delas, a gestão da crise sofreu também de solidariedade entre os países (ENRIA, 2013).

O Banco Central Europeu não foi a única instituição posta à prova durante a crise financeira; algumas diretivas que formavam também o arcabouço institucional do setor bancário europeu sofreram abalos. Os políticos do bloco perceberam a necessidade de reformar o *Deposit Guarantee Scheme* (DGS) e para tal criou-se a Diretiva 2209/14/EC com vistas a reduzir as diferenças dentro dos esquemas nacionais seja no escopo de convergência, seja pela duração do pagamento. Uma das alterações foi sobre o montante de garantia: em 1994 havia sido estabelecido o montante de € 20 mil que foi gradativamente aumentado, durante a crise, até atingir €100 mil (SUM, 2016).

As medidas de reformas dos fundos de seguros garantidores dos depositantes não se restringiram a apenas o continente europeu. Em junho de 2009, o Comitê da Basileia e a Associação Internacional de Seguradoras de Depósitos emitiram um conjunto de diretrizes que deveriam ser utilizadas pelos políticos para estabelecer ou aperfeiçoar os mecanismos nacionais de garantia de depósitos. O 18 *Core Principles* buscava apresentar as melhores práticas internacionais no setor afim de aumentar a efetividade dos sistemas nacionais além de garantir espaço para manobras adicionais, caso necessária, em cada país (BOCCUZZI, 2016).

Sum (2016) e Boccuzzi (2016) explicam que ainda em 2010 houve uma nova proposição da *European Commission* para emendar a Diretiva de 1994 que versava sobre os seguros de garantias de depósitos. O objetivo da emenda era aumentar a proteção aos consumidores dos serviços bancários-financeiros e reforçar a confiança nos serviços financeiros. Dentro desta nova proposta, houve simplificação e harmonização da cobertura e dos pagamentos aos consumidores, futuras reduções nos prazos de pagamentos aos depositantes, maior facilidade ao acesso do DGS além da estruturação de um sistema mais sólido, crível e amplo (montante maior).

A crise e as atitudes tomadas pelos políticos europeus concentraram-se no aperfeiçoamento e ampliação do mecanismo de seguros para os depositantes. Stiglitz (2016) afirma estas melhorias no DGS são vitais para o bom funcionamento da união bancária do bloco, dado que o autor considera este o mais importante elemento dentro da perspectiva de integração bancário-financeira. Caso não haja um mecanismo robusto, o dinheiro irá fluir do sistema bancário mais frágil para os países cujo bancos estejam mais fortes, enfraquecendo ainda mais aqueles países que já se encontram em dificuldades.

Um segundo aspecto no qual a legislação bancário-financeira até então vigente na União Europeia era falho referia-se às questões concernentes a gerenciamento de crises e mecanismos resolutivos de crises sistêmicas. A entrada em vigência em junho de 2008 do *Memorandum of Understanding on Cross-Border Financial Stability* buscou contornar estes problemas através da criação de grupos específicos em cada país com a participação do ministro da Economia e as autoridades ligadas às questões de supervisão e estabilidade financeira. A partir de então, criou-se o *Cross-Border Stability Groups* (CBSG) cujos objetivos são listados por Boccuzzi (2016):

- a) Aumentar a cooperação entre as autoridades relacionadas ao assunto, quais sejam, supervisores, bancos centrais e ministérios da Economia. O intuito seria auxiliar autoridades locais a fazer avaliações sobre as possibilidades de crises sistêmicas em grupos bancários e no mercado financeiro;
- b) Criar e fomentar mecanismos de compartilhamento de informações entre os países-membros;
- c) Atingir coordenação efetiva de intervenção caso necessário.

A crise trouxe à tona a necessidade de reformas legislativas e institucionais dentro da União Europeia o que significou, em última análise, tornar o bloco cada vez mais funcional. Os passos a serem dados significaram uma renúncia cada vez maior do controle sobre setores importantes da economia em prol de organismos e/ou arranjos institucionais supranacionais; mais do que isto: aprofundava o processo de integração.

6.1.3 Os passos em direção a união bancária

O aprofundamento da crise na segunda metade de 2011 serviu de estímulo para que a União Europeia caminhasse, de fato, para uma União Bancária. O modelo de tomada de decisão, até então adotado, descentralizado e fragmentado não era mais funcional naquelas circunstâncias; buscar-se-ia um conjunto de soluções integradas que

buscariam aumentar a eficiência e a efetividade das medidas adotadas além de reduzir os custos. O contribuinte não poderia ser novamente penalizado pelos erros cometidos pelo setor privado (BOCCUZZI, 2016).

Em novembro de 2011, a União Europeia estabeleceu um conjunto de regulamentos baseados nas indicações feitas a partir do relatório conduzido por Larosière²². O objetivo geral seria estabelecer um órgão de supervisão supranacional, o *European System of Financial Supervision* (ESFS) que teria sob sua tutela dois outros órgãos: o *European Systemic Risk Board* (ESRB) que faria a supervisão macro prudencial e o *European Supervisory Authorities* (ESA) que se encarregaria da supervisão micro prudencial. Ainda em 2011 três ESAs foram estabelecidas: *European Banking Authorities* (EBA), *European Securities and Exchange Commission* e *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) (SUM, 2016).

Ainda com relação a este arcabouço institucional criado em 2011, Sum (2016) aponta que embora a supervisão sobre as instituições financeiras tenha ficado sob a responsabilidade de reguladores nacionais, as ESAs, mais especificamente a *European Banking Authorities* (EBA) seria a responsável pela elaboração de um conjunto de regras, o *Single Rulebook*, e da intensificação da supervisão para além das fronteiras. Ademais, as ESAs teriam poder de emitir decisões exigindo que as instituições financeiras que operem dentro da União Europeia cumpram as leis estabelecidas por ela.

Boccuzzi (2016) aponta que o *Single Rulebook* estabelecia um arcabouço robusto em termos de medidas prudenciais, todas baseadas no que havia sido estabelecido no Acordo de Basileia III (CRD IV e CRR²³). Além disto, criou-se um instrumento de resoluções bancárias – *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) – e o fortalecimento dos mecanismos de garantia dos depósitos, através de diversas emendas à diretiva já existente. O propósito de todo este aparto seria o fortalecimento de medidas prudenciais o que diminuiria a probabilidade de ocorrência de uma nova crise como a que a União Europeia vivenciava; também tentava-se reduzir os impactos sistêmicos de falências seja para a economia como um todo seja para acionistas e depositantes.

²² “O relatório final apresentado pelo Grupo de Larosière em 25 de Fevereiro de 2009 definiu uma visão equilibrada e pragmática para um novo sistema europeu de supervisão financeira. O sistema está centrado em propostas de reforço da cooperação e da coordenação entre as autoridades nacionais de supervisão, nomeadamente através da criação de novas Autoridades Europeias de Supervisão e, pela primeira vez, de um organismo a nível europeu encarregado da vigilância dos riscos do sistema financeiro no seu todo” (EUROPEAN COMMISSION, 2009b).

²³ Capital Requirement Regulation (CRR) e Capital Requirement Directive IV (CRD IV).

Baglioni (2016) acredita que o *Single Rulebook* como resultado da construção de um arcabouço prudencial dentro do setor bancário da União Europeia proporcionou o mais alto grau de harmonização dado que era composto por um pacote de regulamentos em nível europeu. Os requisitos de capital são centrais no que tange a regulação do sistema financeiro e estavam representados pelo CDR IV e CRR que eram a conversão de Basileia III em legislação europeia.

A partir daquele momento, a *European Banking Authority* (EBA) e a *European Systemic Risk Board* (ESRB) eram os órgãos relevantes para a execução da atividade supervisora dentro da União Europeia; vale ressaltar que a EBA substituiria o *Committee of European Banking Supervision* que cumpria papel apenas consultivo. Cumpre-se dizer que as regras criadas pela EBA podem substituir os regulamentos nacionais em caso de uma crise bancária sistêmica. A criação de um órgão regulatório no lugar de um consultivo evidencia a profundidade da crise e mais: reforça a necessidade de aprofundamento do movimento de integração do bloco para se precaver de novos choques (SUM, 2016).

Já com relação ao *European Systemic Risk Board* (ESRB) ele foi criado também seguindo recomendações do relatório Larosière e tinha por objetivo a supervisão e mitigação de risco sistêmico em detrimento do risco individual. Criado formalmente em 2010, está alocado dentro do Banco Central Europeu e é composto por membros da *European Commission*, do próprio BCE, dos bancos centrais nacionais e por autoridades de supervisão nacionais (Regulamento 1092/2010) (SUM, 2016).

Herring (2013) aponta que finalmente em 29 de junho de 2012 os chefes políticos da União Europeia tomaram a iniciativa formal de se construir uma união bancária dentro do bloco. A proposta visava aprofundar o mercado único nos serviços financeiros e romper definitivamente com o ciclo nefasto entre sistemas bancários frágeis e governos em situação fiscal frágil. A proposta feita pela *European Commission* era composta por três etapas: a primeira consistiria na criação do *Single Supervisory Mechanism* (SSM), depois a criação do *Single Resolution Mechanism* (SRM) e, por fim, mais importante, um mecanismo comum de garantia de depósitos (SDGS).

Os três pilares da União Bancária Europeia – SSM, SEM e SDGS – são em última análise, a conformação de todo arcabouço legislativo e regulatório que foi criado durante a crise de 2008-2012. Buscou-se organizar e reunir sob a tutela de cada um destes mecanismos as diretrizes pertinentes a cada um destes mecanismos e tornar mais clara do ponto de vista institucional como a União Europeia se preparava para futuras crises

financeiras. Este passo só foi possível, graças ao desejo dos países membros em ceder soberania nacional em prol da União, ou seja, aprofundando ainda mais a integração do bloco.

O *Single Supervisory Mechanism* (SSM) é um mecanismo diretamente ligado ao Banco Central Europeu (BCE) e que envolve todos os bancos pertencentes à União Europeia. É baseado em dois atos legislativos que foram adotados pelo Parlamento Europeu em setembro de 2013 e são eles: *Council's Regulation 1024/2013* e *Council's and Parliaments Regulation 1022/2013*. A primeira assegura ao BCE a supervisão dos bancos dentro da União Europeia; a segunda introduz mudanças no ato que instituiu a EBA. O Banco Central Europeu começou a exercer suas novas atribuições em 2014 (SUM, 2016).

O SSM buscaria permitir que os países compartilhassem entre eles um conjunto de regras comuns dentro do arcabouço de supervisão financeira além de desenvolver métodos uniformes de aplicação destas regras. Dentro da supervisão exercida pelo Banco Central Europeu estão apenas aquelas instituições que são consideradas relevantes sistemicamente; aquelas que são consideradas menores ou de menor relevância sistêmica, continuam sendo supervisionadas pelas autoridades nacionais que devem seguir as diretrizes estabelecidas pelo BCE (BAGLIONI, 2016).

A transferência da supervisão do sistema bancário-financeiro para o Banco Central Europeu, uma instituição supranacional, mostra que os países da Europa continuavam firmes em busca de manter a União Europeia. Significava também um elevado nível de convergência na supervisão o que garantia uma parcialidade das autoridades, eliminando possíveis vieses nacionais nas avaliações técnicas que deveriam serem feitas.

A assunção pelo Banco Central Europeu é fundamental pois a autoridade monetária dispõe de todas as ferramentas que um órgão de supervisão tem além da capacidade de utilizá-las prontamente, em caso de necessidade. Enria (2013) ainda ressalta que mesmo não atuando diretamente na supervisão dos bancos menores, o BCE tinha o direito de receber todas as informações sobre todos os bancos, principalmente quando os riscos concernentes aos pequenos bancos pudessem extrapolar suas fronteiras.

Sum (2016) aponta que a maioria das decisões dentro do SSM são tomadas por membros do Banco Central Europeu; os representantes da autoridade nacional de supervisão possuem papel apenas consultivo e apenas implementam as deliberações da autoridade monetária. O poder de supervisão do BCE está estabelecido pelo *Council*

Regulation 1024/2013 e é especificado pelo *Capital Requirement Regulation (CRR)* e *Capital Requirement Directive IV (CRD IV)*.

O Banco Central Europeu (BCE) não estaria desacompanhado nas suas funções supervisoras dentro do espaço bancário-financeiro da Europa; a EBA o auxiliaria nesta missão. Conforme Baglioni (2016) explica, a EBA tinha como função promover a convergência das práticas de supervisão – aplicação diária dos regulamentos bancários pré-estabelecidos. Isto evidenciaria o caráter consultivo da EBA de modo que suas recomendações técnicas precisam ser incorporadas à regulamentação emitida pela *European Commission* e suas diretrizes não possuíam vinculação jurídica. Caberia às autoridades nacionais aplicar as regulamentações e diretrizes apresentadas pela EBA.

Outra atribuição da EBA consiste na condução de testes de estresse para todos os bancos sistemicamente relevante dentro da União Europeia. Neste caso, os níveis de capitais dos bancos são testados em diversos cenários macroeconômicos adversos e comparados com o cenário base; leva-se também em consideração testes de exposição às dívidas soberanas e contra mudanças nas taxas de juros e nos spreads da dívida soberana (BAGLIONI, 2016).

As especificidades dos mecanismos de supervisão de cada país fazem com que haja enorme heterogeneidade entre os regulamentos e procedimentos nos membros. Daí a necessidade de se estabelecer formas de convergência e uniformização para a supervisão em nível supranacional seja como mecanismo que antecipe dificuldades de liquidez ou insolvência, seja para o gerenciamento posterior de uma crise bancária. Para isto estabeleceu-se a *Directive on Bank Resolution Procedures (BRRD)* que entrou em vigor em 01 de janeiro de 2016 (BAGLIONI, 2016).

O BRRD ou *Bank Recovery and Resolution Directive* é uma peça legislativa fundamental para o funcionamento do sistema financeiro europeu pois estabelece regras para a reestruturação ordenada dos bancos que enfrentem problemas de solvência dentro da União Europeia. Criado a partir da *Directive 2014/59/EU*, o BRRD objetiva restaurar a confiança no sistema bancário-financeiro e prevenir a necessidade de resgate de instituições *to big to fail*. Para tal, propunha um mecanismo de atuação, em três etapas, para lidar com instituições insolventes: prevenção da insolvência, intervenção precoce em instituições com dificuldades e a resolução (SUM, 2016).

O segundo pilar da união bancária proposta é o *Single Resolution Mechanism (SRM)*, cujo objetivo precípua é criar um mecanismo harmônico de resolução para todos os bancos da União Europeia o que evitaria programas de salvamento com dinheiro dos

contribuintes; este programa de resolução seria conduzido conforme estabelecido pela BRRD. A constituição do SRM²⁴ se deu através de dois atos legislativos, a Regulação 806/2014 do Parlamento Europeu que uniformiza as regras de resolução bancária e emendas no Conselho de Regulação (1093/2010) que versavam sobre um acordo intergovernamental de transferência e mutualização das contribuições destinadas ao *Single Resolution Fund*. Além deste fundo, existe um órgão central de decisão, o *Resolution Board*, o que garante equidade no tratamento aos bancos, agilidade na tomada de decisões e limitação da necessidade de ajuda financeira externa ao SRM (SUM, 2016).

Uma das principais características do *Single Resolution Mechanism* (SRM) é que ele compreende todos os bancos que participam do *Single Supervisory Mechanism* (SSM) uma vez que supervisão e resolução devem ser tratadas no mesmo nível de autoridade. A razão para tal seria evitar qualquer tipo de conflito entre supervisores domésticos e o supervisor supranacional uma vez que a autoridade nacional poderia ter maior interesse em socorrer instituições financeiras locais o que significaria manter o ciclo vicioso entre bancos frágeis e dívidas soberanas elevadas (SUM, 2016).

O *Single Resolution Fund* é composto por recursos provenientes dos bancos que fazem parte do SSM; uma característica marcante é que o fundo pode emitir títulos da dívida no mercado financeiro o que cria um mecanismo de autofinanciamento. O montante destinado ao fundo, €55 bilhões, não estão incluídos no orçamento da União Europeia e é administrado pelo *Resolution Board* que foi criado em janeiro de 2015 e começou a operar um ano depois após a ratificação do acordo intergovernamental pela maioria dos participantes (SUM, 2016).

O segundo pilar da união bancária europeia, assim como o primeiro, reforça a trajetória de integração do continente. A renúncia, em prol de mecanismos supranacionais, dos países à autonomia em estabelecer critérios e instituições para supervisão e resolução de eventuais problemas bancário-financeiro demonstra mais um passo no aprofundamento da União Europeia. Os acontecimentos que ocorreram entre 2008 e 2012 no mercado financeiro foram a força motriz para que a integração se mantivesse e se enraizasse cada vez mais.

O terceiro pilar proposto pelos políticos europeus, o mais importante para a construção de uma união bancária imponente conforme Stiglitz (2016), ainda é aquele

²⁴ As regulamentações previstas no SRM foram adotadas em julho de 2013 e o acordo intergovernamental foi assinado em maio de 2014 e entrou em vigor em agosto de 2014. Todos os países da Zona do Euro ratificaram o acordo em 2016.

que está em fase de construção. A criação do *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS), através da proposta 806/2014 feita pela *European Commission* em novembro de 2015.

A ideia é que exista um período de transição que durará sete anos entre os mecanismos de garantia de depósitos nacionais para o *European Deposit Insurance Scheme*. Ao longo deste período, bancos e os fundos nacionais de garantia dos depósitos fariam contribuições ao fundo pertencente ao EDIS; ao final do período de transição, o EDIS seria o responsável por garantir, através do seu fundo próprio, os depositários de todos os bancos dos países membros. Por outro lado, os prêmios de seguro dos bancos consistiram na contribuição que os bancos fariam para o fundo do EDIS (JOKIVUOLLE; PENNACCH, 2019).

As etapas de estabelecimento do mecanismo único de seguro para depósitos seriam divididas em três, conforme Sum (2016):

- a) A primeira etapa estava prevista para durar até 2020 e consistiria na criação de um mecanismo resseguro;
- b) A segunda etapa está prevista para durar até 2024 e seria a criação de um mecanismo de co-seguro;
- c) A terceira etapa seria a consolidação do mecanismo único de seguro de depósito.

A decisão de criar um mecanismo único de seguro perpassa pelo desejo de estabelecer uma rede de proteção crível a todos os depositantes que participam desta união bancária, inclusive em tempos de crise financeiras. Esta credibilidade seria garantida desde que todos acreditem que haverá apoio fiscal por parte do governo e vontade política para tal. Por outro lado, a criação de um seguro para depósitos supranacional, está diretamente associada ao risco moral que existe, ou seja, sabendo que haverá uma entidade supranacional para socorrer os depositantes, podem levar os países participantes a serem mais condescendentes com as políticas bancárias das instituições que atuam no seu país. (SCHOENMAKER, 2018).

Jokivuolle e Pennacch (2019) apontam mais um benefício da criação de um mecanismo único de seguro, independente dele ser nacional ou supranacional. Além da proteção das poupanças individuais e dos pequenos negócios, a existência do mecanismo e a crença da sociedade que ele será efetivo, faz com que se reduza a possibilidade de uma corrida bancária; este fato, por si só, reduz a gravidade de uma crise financeira garantindo maior estabilidade monetária e financeira dentro de uma região.

Ressalta-se ainda que há outros benefícios de um mecanismo de seguro para depósitos ser supranacional ao invés de ser nacional. Jokivuolle e Pennacch (2019) afirmam em uma união monetária, a manutenção de um mecanismo de seguro puramente nacional, não seria capaz de romper com o círculo vicioso entre dívidas soberanas e dívidas bancárias e a não ruptura significaria uma perda de confiança no sistema bancário nacional aumentando os custos de resolução da crise financeira; o governo nesta situação também perde sua credibilidade o que levantará dúvidas com relação a todo o mecanismo de seguros, o que pode conduzir às corridas bancárias.

Embora as reformas promovidas na área são fundamentais para que a União Europeia atinja sua união bancária, a completa construção de um *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS) é o passo que falta. Isto faz com que o bloco permaneça vulnerável e frágil diante de uma nova crise financeira. A permanência ainda em nível nacional dos mecanismos de seguro de depósitos é motivo de preocupação pois o efeito contágio que isto pode acarretar pode colocar em risco todo o bloco (BÉNESSY-QUÉRÉ, 2018).

Esta vulnerabilidade pode permanecer por um tempo maior já que a pandemia do novo coronavírus que assolou o mundo em 2020 pode retardar o cronograma de sete anos que havia sido estabelecido quando da propositura da criação do mecanismo. Embora o arcabouço geral esteja definido, as nuances do esquema ainda estão sob escrutínio da União Europeia; isto significa que o bloco precisa agilizar para garantir a plenitude da união bancária e garantir a estabilidade financeira do bloco.

6.2 Integração fiscal

A entrada em vigor da União Econômica e Monetária Europeia promoveu uma arquitetura, em termos de política econômica, bastante peculiar: por um lado, centralizou a política monetária em um órgão supranacional, o Banco Central Europeu; por outro lado permitiu a descentralização de outras políticas macroeconômicas, com destaque à política fiscal. Esta visão de descentralização da política fiscal está intimamente ligada à ideologia liberal que dominou a formação do bloco, pois, é a partir dela que se tem um Estado subsidiário. Esta subsidiariedade foi limitada, no entanto, pelos Tratado de Maastricht e a introdução do Pacto de Estabilidade e Crescimento (THYGESEN, 1999).

Eichengreen e Wyplosz (2017)²⁵ apontam que esta configuração gerava tensão entre as políticas monetária e fiscal dentro da União Europeia. A descentralização da política fiscal só seria viável caso se cumprisse as regras estabelecidas tanto no Tratado de Maastricht quanto no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Esta forma de conduzir a política fiscal, através de regras, era conhecida como visão alemã; para os germânicos a flexibilidade fiscal sempre seria perigosa e em uma união monetária, seria ainda mais. Segundo esta visão, a política fiscal deveria ser monitorada por instituições supranacionais que deveriam ser capazes de aplicar multas e punições aos países infratores; deveria também estar claro que deveria haver uma regra crível que impedisse o resgate de um país.

Os critérios de convergência estabelecidos em Maastricht e as premissas criadas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento mostraram-se inoperantes diante do choque econômico que o bloco sofreu em 2008 e precisaram ser reformulados. Não só uma reforma é desejável, mas um aprofundamento da integração, na área fiscal, é necessário para que o bloco se torne mais funcional e mais robusto para que os cidadãos europeus estejam mais resguardados quando o ciclo econômico do bloco sofrer uma retração (STIGLITZ, 2016).

Para compreendermos onde a União Europeia se encontra atualmente no que tange às questões fiscais e quais os próximos passos na direção de uma maior funcionalidade do bloco, é mister compreender o que foi estabelecido em Maastricht e no Pacto de Estabilidade e Crescimento e como, após a crise de 2008, o bloco atuou em conjunto para aperfeiçoar estes mecanismos de maneira a garantir melhor funcionamento do que até então acontecia.

6.2.1 Critérios de convergência de Maastricht, o pacto de estabilidade e crescimento e suas reformas

Como já mencionado no capítulo 2 desta tese, o Tratado da União Europeia estabeleceu uma série de critérios macroeconômicos, os chamados critérios de convergência, que os países deveriam cumprir, caso desejassem aderir à última etapa do processo de integração: a adoção da moeda única. Dentre estes, é interesse no momento

²⁵ Os autores apontam que existiria uma outra possibilidade para reduzir as tensões entre a política monetária e a política fiscal. Esta se chamaria visão do problema de atribuição e está relacionadas às atribuições das políticas; se a política monetária tem por objetivo a estabilidade de preços, à política fiscal seria atribuído a estabilidade dos empregos e crescimento do produto.

analisar aqueles relativos à área fiscal, qual seja, o déficit orçamentário e o tamanho da dívida pública como proporção do PIB.

O Tratado é bastante explícito com relação ao comportamento das finanças públicas dos países membros, recomendando sempre que se evitasse sempre os déficits excessivos e, por conseguinte, o aumento do endividamento público. Conforme o artigo 104 (c) do Tratado, a *European Commission* deveria estar monitorando sempre a sustentabilidade da dívida pública bem como a evolução do déficit público; para tanto havia dois critérios a ser observado:

- a) O déficit público corrente só poderia ultrapassar o valor de referência se for algo temporário e permanecer próximo do valor estabelecido (3%) ou se há uma queda contínua e relevante que faça com que o resultado corrente se aproxime do valor estabelecido;
- b) A dívida pública como proporção do PIB corrente só poderia ultrapassar o valor de referência (60%) caso este indicador apresente uma queda relevante traçando uma trajetória que o aproxima do valor estabelecido (UNIÃO EUROPEIA, 1992).

Os valores de referência, 3% de déficit público corrente ou planejado como proporção do PIB e 60% da dívida pública como proporção do PIB a preço de mercado, estava estabelecido no chamado *Protocol on the excessive deficit procedure* que estava anexado ao Tratado da União Europeia. Em caso de inobservância no cumprimento destes parâmetros, a *European Commission* poderia ser acionada a tomar algumas providências (UNIÃO EUROPEIA, 1992).

A primeira medida que a *European Commission* poderia tomar é o preparo de um relatório com advertências ao país membro que não estivesse cumprindo o que estava estabelecido no Tratado; *The Council* através da maioria qualificada, decidiria se havia ou não, déficit excessivo naquele país que está passando pela avaliação. Em caso positivo, a instituição faria recomendações não públicas para a normalização da situação dentro de um prazo pré-estabelecido; caso o país membro em questão não adote medidas efetivas, que conduzam os indicadores aos valores de referência, *The Council* poderia fazer recomendações públicas. Caso o problema persistisse, a instituição poderia solicitar que o país infrator preenchesse relatórios com prazos específicos cujo objetivo seria examinar os esforços empreendidos por esta nação (UNIÃO EUROPEIA, 1992).

Por fim, caso esta última etapa não fosse cumprida, *The Council* poderia adotar uma série de medidas e comunica o *European Parliament*. Dentre as possibilidades existentes, destaca-se que *The Council* poderia exigir que o país publicasse informações

adicionais conforme especificação da instituição, antes da emissão de novos títulos da dívida; fazer um convite ao *European Investment Bank* solicitando reconsideração da sua política de empréstimos ao país em análise e a imposição de penalidades (UNIÃO EUROPEIA, 1992).

The excessive deficit procedure (EDP) tal qual ele havia sido concebido no Tratado de Maastricht levou dúvidas com relação à eficiência dos procedimentos que seriam adotados em caso de descumprimento dos valores de referência. As ressalvas com relação a ele, principalmente, dos alemães, fizeram com que o Ministro das Finanças do país propusesse o chamado *Stability Pact* (1995) que seria posteriormente aprovado sob o nome de *Stability and Growth Pact* (Pacto de Estabilidade e Crescimento) (THYGESEN, 1999).

O Pacto de Estabilidade e Crescimento foi estabelecido em 1997 através de dois regulamentos propostos pelo *Council*. O primeiro regulamento (1466/97) possui dois objetivos: incrementar a fiscalização multilateral e estabelecer como objetivo de médio prazo, o resultado fiscal equilibrado ou superavitário. Já o regulamento 1467/97 torna o EDP mais claro com relação às punições aos países que infringirem os padrões estabelecidos além de acelerá-las (DE HANN, BERGER, JANSEN, 2004).

Os países que cumprissem as duas regras estabelecidas pelo Tratado de Maastricht, os 3% de déficit e 60% de dívida como proporção do PIB, estariam no chamado ramo preventivo do Pacto; em caso do não cumprimento de uma das duas regras, o país estaria no chamado ramo corretivo – neste caso abria-se o *Excessive Deficit Procedure* o que poderia implicar em punições financeiras (CLAYES; DARVAS; LEANDRO, 2016).

Thygesen (1999) afirma que o estabelecimento de metas para o equilíbrio fiscal e/ou superávit primário no médio prazo com limite de 3% para o déficit nos anos desfavoráveis era a medida mais importante do Pacto. O autor afirma que a partir disto, a política orçamentária nacional possui maior capacidade de atuar como fonte estabilizadora dentro do ciclo econômico; eliminava os limites rígidos e arbitrários que haviam sido criados em Maastricht, a partir de então, haveria uma visão mais estrutural dos desequilíbrios orçamentários dos países membros.

Com relação à penalidade imposta aos países infratores, esta era dividida em dois componentes: um valor inicial fixo equivalente a 0,2% do PIB e um valor variável igual a 0,1% do PIB para cada ponto percentual que ultrapassasse o valor de referência do déficit. Ficou estabelecido que em um ano, o montante de depósitos que poderiam ser

feitos por um país infrator não poderia ultrapassar 0,5% do PIB; estes depósitos poderiam ser solicitados ano após ano até que o déficit fosse corrigido. A imposição de penalidade não era draconiana de modo que um país poderia ser absolvido de multa caso o déficit tenha sido provocado por circunstâncias excepcionais (MATHIEU; STERDYNIK, 2003).

Mathieu e Sterdyniak (2003) questionam o valor estabelecido como máximo para o déficit público (3%) pois não tinha nenhum embasamento econômico consistente. Ademais, inferia-se que caso um país sofresse um choque adverso e mergulhasse em uma recessão, um déficit superior ao valor de referência seria necessário para compensar a queda na demanda interna. Isto porque, com a criação de um Banco Central único, dificilmente as políticas monetárias e cambial poderiam atuar especificamente neste país que sofreu o choque (MATHIEU; STERDYNIK, 2003).

O Pacto de Estabilidade e Crescimento sofreu um primeiro abalo em 2003 quando as três principais economias do bloco, Alemanha, França e Itália, apresentaram déficits públicos superiores a 3%; pior do que isto é que tanto Alemanha como França não estavam comprometidos com a redução do déficit que incorriam, principalmente Alemanha que sofria com elevadas taxas de desemprego. A não aplicação das penalidades aos países infringentes, muito em função de pressões políticas, fez com que o Pacto perdesse a credibilidade. Gros (2016) afirma que esta foi a primeira morte do Pacto de Estabilidade e Crescimento²⁶.

O não cumprimento do que estava estabelecido no Tratado de Maastricht fez com que a *European Commission* propusesse mudanças no Pacto de Estabilidade e Crescimento em 2005. Esta reforma foi ratificada através de duas novas regulamentações do *Council* (1055/2005 e 1056/2005) e ficava circunscrita aos limites estabelecidos pelo artigo 104 do Tratado da União Europeia (PADOA SCHIOPPA, F., 2006).

A primeira reforma do Pacto garantia aos países-membros maior autonomia na condução da política fiscal uma vez que ficava a critério deles o estabelecimento dos seus objetivos fiscais de médio prazo para atingir o equilíbrio fiscal. Isto foi encarado por Schuknecht et.all (2011) como sendo a introdução da discricão, leniência e do controle político sobre os procedimentos relativos ao Pacto uma vez que o limite de 3% e o tempo para correção de um déficit excessivo havia sido afrouxado e os prazos foram estendidos.

²⁶ Gros (2016) afirma que a segunda morte do Pacto de Estabilidade e Crescimento foi em 2016 quando não houve punição para Espanha e Portugal, países que haviam descumprido as regras fiscais.

Acresce-se que a complexidade das regras estabelecidas fazia com que a supervisão, seja pelo mercado, seja pela população, se tornasse quase impossível.

A Grande Contração atingiu a União Europeia em 2008 quando diversas empresas do setor bancário-financeiro precisaram serem socorridas pelos Estados. As maciças injeções de dinheiro público fizeram com que tanto o déficit público como as dívidas aumentaram consideravelmente; embora o Pacto previsse que isto pudesse ocorrer em circunstâncias muito específicas e temporárias, a desordem fiscal provocada pela ajuda pública ao setor privado demoraria a ser consertada. Os números de referência do Pacto e as punições vislumbradas, novamente, perdiam a credibilidade e uma nova reforma seria necessária.

Para tal a *European Commission* propôs em 2010, sob pressão da Alemanha, uma reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento; o novo Pacto seria mais rígido comparativamente ao original. De Grauwe (2021) afirma que a nova proposta trazia dois aspectos inovadores e que endureciam os critérios de punição para os países infratores. A primeira destas novas medidas é que as punições financeiras seriam aplicadas também aos países que não conseguissem trazer para níveis abaixo de 60% do endividamento como proporção do PIB – isto significa que os países sofreriam sanções financeiras caso não atingissem os valores de referência para a dívida e para o déficit. A segunda inovação é que as punições seriam mais diretamente aplicáveis e, portanto, teria menos burocracia entre as instituições europeias.

O aprofundamento da integração econômica da Europa durante a crise ganhou novo impulso quando em 29 de setembro de 2010, a *European Commission* apresentou o chamado *Six-Pack* um conjunto de seis propostas legislativas (cinco regulamentos e uma diretiva). O chamado “triângulo institucional” chegou a um consenso sobre a proposta um ano mais tarde, em 20 de setembro de 2011; em 23 de novembro daquele ano, a *European Commission* propôs dois novos regulamentos, o chamado *Two-Pack* para ser colocado em prática junto com o *Six-Pack*. Finalmente em 13 de dezembro, os programas entraram em vigor.

Em linhas gerais, o *Six-Pack* estabelecia alguns novos instrumentos de controle que foram apresentados por Petrakis; Kostis e Valsamis, (2013):

- a) Imposição de medidas punitivas de maneira quase automática em caso de déficits excessivos;
- b) Criação de um procedimento para a imposição de penalidades relacionadas ao tamanho da dívida do país como proporção do seu PIB;

- c) Criação de um procedimento para o controle dos gastos que conduziria diretamente a ações corretivas tais como depósitos compulsórios;
- d) Criação do *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP) cujo objetivo seria o monitoramento dos desequilíbrios macroeconômicos dentro da economia do bloco;
- e) Criação de um *Early Warning System* (EWS) que em janeiro de 2012 foi renomeado como *Alert Mechanism Report* (AMR) que incluía diversos índices e seus níveis de monitoramento.

O *Six-Pack* continha ainda dois requisitos importantes dentro do arcabouço fiscal europeu. O primeiro estava relacionado ao processo orçamentário de cada país no qual através de projeções de alta qualidade, estabelecia-se um arcabouço de médio prazo efetivo e transparente. Os países deveriam submeter em abril de cada ano o chamado *Stability Programme* (somente aqueles pertencentes à Zona do Euro) ou o *Convergence Programme* (demais países da União Europeia); em outubro submetia-se o *Draft Budgetary Plan* (somente para os países da Zona do Euro). Já o segundo requisito era o estabelecimento, em cada país, de órgão independente que fosse responsável pelo monitoramento de conformidade com relação as regras estabelecidas (CLAYES; DARVAS; LEANDRO, 2016).

Já o *Two-Pack* foi criado para reforçar as questões da governança econômica que haviam sido estabelecidas no *Six-Pack*. Em suma, os objetivos do *Two-Pack* era aprimorar ainda mais a supervisão feita pela *European Commission* dos orçamentos nacionais (regulação orçamentária) além da promoção de uma maior coordenação das políticas econômicas (regulação de estabilidade) (PETRAKIS; KOSTIS; VALSAMIS, 2013).

Os políticos europeus, ainda em dezembro de 2011, em mais um esforço de reforçar a integração europeia, lançaram a ideia do *Fiscal Compact Treaty* que seria o braço fiscal de algo mais amplo: *Treaty on Stability, Coordination and Governance* (TSCG). O TSCG era um acordo intergovernamental que tinha como objetivo expreso reforçar a disciplina orçamentária dos países pertencentes à Zona do Euro; os países que pertencessem à União Europeia, mas não adotaram a moeda única, poderiam aderir se desejassem. O *Fiscal Compact* reforçaria as provisões do Pacto de Estabilidade qual seja: os déficits nacionais não deveriam ultrapassar 3% do PIB e a dívida pública deveria ser inferior a 60% do PIB (UNIÃO EUROPEIA, 2012).

Aglietta (2018) afirma que aos países que aderissem ao TSCG seria recomendado aprovar uma legislação na qual ficasse estabelecido que o país tivesse seu orçamento equilibrado ou superavitário, conforme expresso no próprio Tratado. Ademais, caberia à própria legislação nacional aprovada, estabelecer mecanismos corretivos que deveriam ser implementados com o intuito de prevenir possíveis desvios dos valores estabelecidos. Portanto, ficava evidente que o objetivo os números de referências estabelecidos pelo Pacto seriam limites que não deveriam ser transpostos e que o alvo deveria ser o equilíbrio fiscal.

Para garantir o equilíbrio ou até mesmo o superávit orçamentário, estabeleceu-se que os países deveriam manter os déficits estruturais²⁷ no máximo em 0,5% ou em patamares inferiores para países que tivessem uma dívida bruta igual ou superior a 60% do PIB. Caso o país possua uma dívida bruta muito inferior ao estabelecido pelo Pacto (60%), seria permitido que ele atingisse um déficit estrutural de no máximo 1,0%. Novamente estabelecia-se que caso algum país não cumprisse estas regras, poderia ser levado ao Tribunal de Justiça da União Europeia sendo passível de punições financeiras por descumprimento (UNIÃO EUROPEIA, 2012).

Agora, no caso de um país apresentar uma dívida bruta como proporção do PIB superior ao valor estabelecido pelo Tratado de Maastricht (60%), esta deveria sofrer um processo de redução anual de 1/20 da diferença entre o nível atual da dívida e o valor de referência. Por exemplo, caso um país tenha uma dívida bruta como proporção do PIB de 80%, significa que este país deverá reduzir anualmente em 1% o endividamento para cumprir o que o *Six-Pack* está estabelecendo (CLAYES; DARVAS; LEANDRO, 2016).

Petrakis, Kostis e Valsamis (2013, p. 206 – grifo nosso) apontam o significado de todas estas mudanças institucionais promovidas dentro da União Europeia.

In light of all this, it is clear that the new European institutional framework includes a series of initiatives related to the organization of the economic area in the EU. The ultimate purpose is to influence political unification. Because it may also include high rates of national sovereignty loss over a short period of time, such political unification follows a step-by-step evolution: it is not the political decisions that impose new institutions, but the economic institutional decisions that require a gradual political involvement that leads to an organized institutional framework of economic governance. The various initiatives undoubtedly have a multi-focal target and each influences the others. An example of the interconnection of the new economic and political institutional framework is the European Semester procedure. Clearly, what is created is a unification procedure of all the basic European institutions: the European

²⁷ Nas palavras de União Europeia (2012) “O déficit estrutural consiste no déficit geral ao qual se subtraiu o efeito do ciclo económico sobre as despesas e as receitas públicas (por exemplo, o aumento das despesas com prestações de desemprego em situação de recessão)”.

Commission, the Council of the EU, the European Parliament, the European Council and the Member States.

6.2.2 Críticas à arquitetura fiscal europeia

A estrutura fiscal europeia baseada na “visão alemã” de que a existência de regras fiscais e metas para indicadores de déficit público e dívida como proporção do PIB seria suficiente para o bom funcionamento da integração econômica e monetária dentro da Europa. Na prática, porém, esta arquitetura não se mostrou totalmente eficaz seja nos momentos de calma econômica, seja nos momentos de desaceleração e crises econômicas e financeiras.

Uma primeira crítica às regras fiscais da Europa é centrada nos valores estabelecidos em Maastricht e incorporados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Eichengreen e Wyplosz (2017) apontam que os 3% de limite para o déficit fiscal e os 60% de teto para a dívida como proporção do PIB eram números arbitrários e regras arbitrárias não gozam de credibilidade. Os autores apontam que todas as reformas que foram feitas no intuito de reconquistar a credibilidade, em partes, tornaram as regras menos arbitrárias; no entanto tornaram-se de mais difícil compreensão para os cidadãos europeus.

O teto para o nível de endividamento de um país pertencente à Zona do Euro (60% do PIB) também foi criticado por Teulings (2021); o motivo, no entanto, foi distinto do apresentado acima. O autor aponta que dada a atual demografia da Zona do Euro, o valor de 60% deveria ser, na melhor das hipóteses, o piso e não o teto; através de cálculos considerando as médias do crescimento econômico do bloco, as médias dos déficits fiscais entre outros indicadores, é proposto que em momentos de enorme recessão, deveria ser permitido um déficit público entre 5% e 6% para absorver este choque, valor muito maior do que o estabelecido pelas regras fiscais.

A questão da compreensão das regras é abordada de maneira mais profunda por Feld et. al (2021). Os autores afirmam que a existência de muitas regras diferentes seja no nível nacional, seja no nível europeu somadas à existência de uma vasta gama de exceções e cláusulas de escape, fazem com que elas sejam pouco transparentes e extremamente complexas. Desta feita, as regras vigentes dentro da União Europeia são incapazes de coibir o viés deficitários que os governos possuem além de não conseguir garantir que a finanças públicas sejam sustentáveis em prazos maiores.

Wieser (2021) afirma que a complexidade das regras além da existência de exceções e cláusulas de escape repercute negativamente no papel das instituições europeias, como a *European Commission* e suas habilidades de atuar como a guardiã dos Tratados da União Europeia e o *Council* que tem se afastado das suas funções previstas dentro do escopo legislativo do bloco. O fato é que sempre que a *European Commission* atua, seja propondo sanções para países infratores ou não, ela é motivo de controvérsia entre os países do bloco.

As exceções à regra fragilizaram a credibilidade e dificultaram o cumprimento das metas estabelecidas. Clayes; Darvas; Leandro (2016) apontam que é permitido não cumprir as regras quando da ocorrência de um evento extremamente incomum e fora do controle dos países-membros que pode impactar sobremaneira a posição financeira do governo. Outra exceção seria permitir que um país incorresse em um déficit maior do que o teto de 3% desde que este excesso fosse muito pequeno e temporário; além disto, a regra de redução de 1/20 da dívida em caso de um país incorrer em dívida maior do 60% do PIB poderia ser ignorada caso o país estivesse apresentando uma consolidação fiscal satisfatória.

Bénassy-Quéré et. all (2018) afirmam que a existência de metas fiscais abre espaço para que os países membros adotem políticas fiscais pró-cíclicas – aumento nos gastos públicos em momentos de prosperidade e contração fiscal quando a economia desacelerar. Os autores acrescentam ainda que a reforma nas regras com a introdução da meta de déficit estrutural é difícil de ser controlada e está sujeita à possibilidade de revisões posteriores. As tentativas de enfrentar estas fragilidades acabou criando mais contingências e exceções, tornando as regras mais complexas, mais difíceis de serem implementadas e monitoradas, como apresentado pelos outros autores.

De Jong e Gilbert (2021) traçam caminho semelhante ao observado por Bénassy-Quéré et. all (2018) quando afirmam que as metas estabelecidas no ramo corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento era pró-cíclico; daí a necessidade de criar o ramo preventivo. No entanto, os autores apontam que mesmo após as reformas feitas em 2005 e 2011, este braço preventivo não foi capaz de conduzir os países aos objetivos estabelecidos para o médio prazo; nem mesmo nos ciclos econômicos positivos, os progressos em direção aos objetivos de médio prazo foram insuficientes.

Outra crítica é mais ligada às punições ao não cumprimento das regras do que propriamente as metas fiscais. Caso um país membro não cumpra pelo menos uma das metas fiscais estabelecidas, este estará sujeito a aplicações de punições pecuniárias; este

tipo de penalidade não tem nenhum propósito econômico – é a punição pela punição ao não cumprimento de uma regra. Uma vez que esta punição é monetária, pode agravar ainda mais a situação fiscal de um país que já está se encontra em situação frágil (BÉNASSY-QUÉRÉ, 2018).

Mesmo após as reformas que foram empreendidas para reformar a arquitetura fiscal da União Europeia, ela ainda é alvo de críticas. O *Treaty on Stability, Coordination and Governance* (TSCG) é criticado por Eichengreen e Wyplosz (2017) pois segundo os autores, o tratado é extremamente vago quando trata da adoção constitucional dos países da meta fiscal e da criação de instituições fiscais para supervisionar e manter a disciplina fiscal; os conselhos fiscais propostos, em muitos países, possuem pouco poder efetivo com relação à formulação do processo orçamentário, enfraquecendo as determinações do tratado.

Ainda com relação ao processo de punição dentro das regras fiscais estabelecidas dentro da Europa, De Grauwe (2021) aponta a ausência de legitimidade democrática. Dentro do espaço europeu, as decisões de gastos públicos e os impostos são competência majoritariamente dos países-membros; estas escolhas passam também pelos parlamentos nacionais. Em caso de má alocação dos recursos públicos, os responsáveis podem serem julgados pelas urnas, ou seja, os políticos podem sofrer sanções dos seus eleitores. No entanto, as instituições europeias não se deparam com esta punição dos eleitores; por exemplo a *European Commission* pode impor punições aos países que infringirem as regras, forçando-os a fazer uma política fiscal austera sem que ela seja confrontada nas urnas; este confronto recaíra sobre os políticos que estão no cargo. Sempre que houver uma punição, existirá um conflito entre os governos nacionais e a instituição europeia a cargo de executar a pena ao país infrator.

Em suma, a arquitetura fiscal europeia

[..] has generated excessive fiscal austerity during the crisis, thereby contributing to aggravating and prolonging its economic, social, and political consequences. Either because countries did not abide by the rules or because the rules were not sufficiently stringent during good years, there was insufficient debt reduction in many countries in the 2000s, and this reduced fiscal capacity during bad years. In addition, these rules suffered from large measurement problems. The structural budget balance (the budget balance cleaned from the impact of the economic cycle and one-time budget measures like bank rescue costs), which is the cornerstone of current rules, is a nice theoretical concept, but it is not observable and its estimation is subject to massive errors. The typical annual revision in the change of the structural balance is larger than half a percent of GDP, while half a percent of GDP is the baseline fiscal adjustment requirement for countries in breach of EU fiscal rules. Such huge revisions and other problems related to its measurement

highlight that this indicator is not suitable for policymaking. The policy mistakes generated by the fiscal rules also led to overburdening the ECB as the main remaining stabilisation instrument. The fiscal framework has also put the European Commission in the difficult position of enforcing a highly complex, non-transparent and error-prone system, exposing it to criticism from countries with both stronger and weaker fiscal fundamentals (DARVAS; MARTIN; RAGOT, 2021, p.1).

6.2.3 Projetos de governança para uma União Europeia mais funcional

O aperfeiçoamento do funcionamento da União Europeia deverá ser um mantra a ser seguido eternamente pelos europeus; o melhor funcionamento do bloco, sem dúvidas, reforçará a integração. As melhorias que estamos propondo aqui não esgotam o tema; mas traz à tona aquelas que acreditamos serem primordiais, em termos de governança e arcabouço fiscal, para que a União Europeia torne-se mais funcional. Assim sendo, a integração correrá menores riscos de sofrer uma ruptura.

Uma das principais críticas à atual arquitetura fiscal da Europa, que já foi salientado anteriormente, é que ela é um conjunto de regras de pouco compreensíveis, de difícil implementação e de certa maneira arbitrária no estabelecimento dos números alvos. Portanto, o que está em discussão não é a existência de regras fiscais, mas sim como estas são implementadas. Ayuso-i-Casals (2012) afirma que a importância de se adotar regras fiscais é que elas promovem incentivos e restrições ao uso do poder discricionário o que favoreceria a elaboração de políticas de sustentabilidade fiscal; ademais, aponta o autor, o estabelecimento de regras numéricas visava coibir tanto o viés deficitário que existia na maioria dos países como o viés para o cíclico do gasto público.

Para eliminar este diagnóstico das regras europeias, Bénassy-Quéré et. all (2018) apontam para cinco características que o conjunto de regras fiscais devem ter para o funcionamento mais adequado do bloco.

- a) As regras fiscais devem ser o mais transparente e simples possível;
- b) As regras fiscais devem estabelecer um conjunto de indicadores fiscais alvos que estão mais diretamente sob o controle dos governos;
- c) As regras fiscais devem permitir o uso de políticas fiscais contracíclicas com o intuito de estabilizar choques macroeconômicos;
- d) As regras fiscais devem criar incentivos para a redução de dívidas públicas excessivas;
- e) As regras fiscais devem incluir uma cláusula de escape para profundos choques adversos.

A criação de um conjunto de regras como acima mencionado deveria vir acompanhado pelo estabelecimento de uma instituição de monitoramento, uma espécie de conselho fiscal independente, em nível nacional, que estaria sujeito à supervisão de um órgão europeu; faz-se mister salientar que à esta entidade nacional caberia a maior responsabilidade de monitoramento. Por fim, o cumprimento das regras estabelecidas não deveria ficar restrito a apenas a ameaça de punições pecuniárias que não gozem de credibilidade (BÉNASSY-QUÉRÉ ET AL., 2018).

Este compartilhamento de competências entre entes nacionais e supranacionais também foi apresentado por Clayes; Darvas; Leandro (2016). Para os autores, a implementação de um arcabouço fiscal em nível nacional seria a maneira mais racional uma vez que o viés deficitário de uma nação está ligado muito mais a questões específicas do país do que a questões alheias a ele. Logo, faz mais sentido criar uma supervisão nacional dada a proximidade de monitoramento. Os autores também acreditam ser importante o envolvimento europeu tanto no desenho destas regras como no auxílio ao monitoramento e cumprimento destas regras fiscais sob a alegação de que as políticas fiscais têm poder de transbordamento entre as fronteiras dos países. Seria desejável evitar que estes transbordamentos ocorressem.

Um governo pode implementar políticas fiscais insustentáveis na expectativa de que outros países membros o socorram ou que haja a monetização da sua dívida pelo Banco Central. O transbordamento, neste caso, poderia ser na forma de aumento de impostos ou aumento da inflação nos países pertencentes ao bloco. Caso não seja possível resgates ou monetização – como é a União Europeia através dos artigos 123 e 125 do Tratado de Funcionamento da União Europeia – o país que exerceu o papel de *free ride* enfrentará maiores adversidades econômicas e financeiras o que também afetará os países parceiros através de ligações comerciais e/ou financeiras. Daí a necessidade da Europa como um todo participar de todo o processo de criação, monitoramento e cumprimento das regras fiscais (BUIITER; CORSETTI; ROUBINI, 1993).

O uso de políticas fiscal pode gerar pressões inflacionárias ou deflacionárias o que pode impactar a inflação do bloco como um todo, fazendo-a divergir da meta estabelecida pelo Banco Central; desta feita, a autoridade monetária deveria atuar de maneira expansionista (em caso de deflação) ou contracionista (em caso de inflação) para o bloco como um todo o que poderia ser, para uns, benéfico e para outros, maléfico. Este transbordamento apontado por Bénassy-Quéré; Ragot e Wolff (2016) caso ocorra, é

importante o componente europeu para supervisionar; no entanto a ocorrência disto é alvo de controvérsias.

Eichengreen e Wyplosz (2017) afirmam que esta ideia está diretamente ligada com a chamada “visão alemã” de elaboração do arcabouço fiscal. No entanto, afirmam que esta crença de que problemas fiscais levariam necessariamente o Banco Central a inflar a economia não foi observada. Durante a crise europeia (2008-2012), quando a Irlanda apresentou problemas fiscais sérios, o Banco Central Europeu emitiu um comunicado no qual o país não teria acesso às suas linhas de crédito caso não apresentasse um programa de ajustes aprovado oficialmente dentro das instituições europeias. Os autores vão adiante afirmando que quando os problemas fiscais dentro da Europa se tornaram mais intensos (2011), o Banco Central aumentou as taxas básicas de juros por duas vezes, ao invés de diminuí-las.

Outra razão importante pela qual é importante a existência de um órgão supranacional na elaboração das regras fiscais está diretamente relacionada ao fato de a União Monetária Europeia não ser ótima²⁸. Dentro do próprio bloco europeu existe enormes divergências de preços e salários, principalmente entre os países centrais e os periféricos que poderiam ser compensadas pela mobilidade de fatores bem como pelos ajustes através do mercado. A inobservância prática, a despeito do que a teoria diz, destes ajustes torna a política fiscal importante para a correção destas divergências; daí a importância da participação europeia na elaboração deste arcabouço (MERLER e PISANI-FERRY, 2012).

Por fim, caso a política fiscal fique restrita ao nível apenas nacional, ela poderá conduzir a uma postura sub ótima em nível agregado tanto da política fiscal como da política macroeconômica em geral. Este resultado ocorrerá pois não haveria, da maneira mais adequada, a coordenação necessária na condução da política fiscal entre os países além de não haver a coordenação mais profunda entre as políticas monetária e fiscal em nível mais amplo, do bloco como um todo (BUIITER, 2006).

Diante do exposto, fica claro a necessidade de construir um arcabouço fiscal cujo objetivos precípuos seria a busca pela estabilidade fiscal e a construção de regras de simples compreensão. Daí decorre a busca pela criação de uma estrutura fiscal alicerçada em dois pilares: uma âncora fiscal única e uma regra operacional única – esta funcionaria como o motor que move a âncora fiscal. Por fim, deveria existir um mecanismo de

²⁸ Para maiores informações sobre as condições para uma união monetária ser considerada ótima, reler o capítulo 1.

feedback entre estes pilares que poderia ser explícito (mecanismos de correção automática da dívida) ou implícito (baseado em ajustes periódicos *ad hoc* para corrigir possíveis desvios com relação à âncora) (ANDRLE ET AL., 2015).

A âncora fiscal, representada pela dívida pública como proporção do PIB, seria responsável por garantir a sustentabilidade fiscal do bloco. Já a regra operacional deveria apoiar políticas fiscais contracíclicas que garantiriam a estabilização econômica e forneceria um elo muito forte com a âncora fiscal; ademais, a regra operacional deveria ser transparente e servir como uma bússola, um guia operacional nas mãos dos gestores da política econômica com possibilidade explícita de uso de medidas discricionárias (ANDRLE ET AL., 2015).

Uma ideia para regra operacional é a criação de regras de gastos (*expenditure rules*) com meta de redução da dívida bruta como proporção do PIB. Conforme Bénassy-Quéré et. all (2018) a criação de uma regra baseada na existência de um teto de crescimento do gasto público nominal consistente com a meta de redução da dívida pública seria mais funcional do que as já existentes dentro do bloco europeu. Nas palavras dos autores:

The basic principle underlying an expenditure rule of this type is easy to describe: nominal expenditures should not grow faster than long term nominal income (that is, the sum of potential output growth and expected inflation), and they should grow at a slower pace in countries that need to pay down their debts. Unlike the cyclically adjusted deficit, expenditure is observable in real time. Furthermore, expenditure rules embed countercyclical stabilisation both because cyclical revenue increases have no effect on the expenditure ceiling – inducing stronger fiscal discipline in good times compared to the current rules – and because they do not require cyclical revenue shortfalls to be offset by lower expenditure (BÉNASSY-QUÉRÉ ET AL., 2018).

Por gasto nominal Darvas, Martin e Ragot (2021) consideram o total de gastos descontando-se o pagamento de juros, os gastos com desempregados exceto aqueles gastos decorrentes de mudanças discricionárias nos benefícios para pessoas sem emprego e, por fim, deveria descontar o impacto estimado de qualquer receita discricionária seja na taxa de imposto, seja na base tributária. Os autores apontam que enquanto as duas primeiras (pagamento de juros e gastos com desempregados) permitem que a regra de gasto atue de maneira mais contracíclica, a última (mudanças tributárias) visa impedir que haja mudanças nas regras tributárias – por exemplo corte de impostos próximos de uma eleição – que não serão compensadas por gastos compensatórios.

Ayuso-i-Casals (2012) afirma que embora a regra de gastos tenha suas limitações, ela possui algumas características que a tornam melhores do que outros tipos de regras²⁹ além de fornecer equilíbrio entre a disciplina orçamentária e a estabilização macroeconômica, objetivos primordiais da criação de uma regra de gasto. O autor aponta como principais benefícios da adoção de uma regra de gasto:

- a) A regra de gasto tem como meta a parte do orçamento no qual o governo tem maior controle. Isto significa redução de incertezas com relação ao cumprimento da meta fiscal bem como garante maior grau de prestação de contas. Por fim, o governo estabelece publicamente um objetivo intermediário visível e operacional que é o próprio gasto;
- b) A regra de gasto é transparente comparativamente com outros tipos de regras fiscais, como por exemplo as vigentes no momento dentro da União Europeia. Ademais ela é de mais fácil comunicação e compreensão da opinião pública;
- c) A regra de gasto dificilmente impede os estabilizadores automáticos de funcionar, especialmente no lado da receita e podem amortecer pressões de gastos nos momentos de bonança econômica;
- d) A regra de gasto pode melhorar a composição dos gastos do governo subdividindo o total de gastos possíveis (teto de gasto) em camadas separadas para as principais áreas de gasto. Isto fornecerá um melhor guia da condução e das prioridades dos políticos.

A regra de gasto, no entanto, não impede que um país gaste mais do que o projetado para ser gasto em um dado momento, mesmo que este desvio seja muito pequeno. Neste caso, Darvas, Martin e Ragot (2021) propõem que o este excedente seja absorvido pela conta de ajustamento³⁰ que teria uma marcação a crédito caso os gastos líquidos de um corte de impostos discricionário estiverem abaixo da regra de gasto; haveria uma marcação a débito caso contrário. Em caso de um país gastar acima da meta, o excedente

²⁹ Andrle et al. (2015) aponta duas outras possibilidades de regras operacionais descritas como “**Budget balance rules** constrain the variable that primarily influences the public debt ratio and can help ensure public debt sustainability. They are relatively easy to communicate to the public and largely under the control of policymakers. However, since they are specified in nominal terms, nominal budget balance rules do not have economic stabilization features and may lead to procyclical fiscal policies.

Structural balance rules. These are similar to nominal budget balance rules but explicitly take into account economic shocks and allow automatic stabilizers to operate. However, determining the required adjustment under a structural balance rule, typically also requires estimating an output gap, which makes it difficult to operate, communicate, and monitor the system. Structural balance rules can be supplemented with a debt correction mechanism (“debt brake”) to correct for past deviations from the target, which adds further complexities.

³⁰ Países como Alemanha e Suíça possuem esta conta de ajustamento.

poderia ser financiado sem a necessidade de descumprimento da regra uma vez que a previsão na conta de ajustamento não poderia exceder um valor limite pré-estabelecido – caso o país ultrapassasse este valor, aí sim ele estaria violando a regra fiscal.

Outra ideia para caso os gastos de um país ultrapassem a meta fiscal é o financiamento deste excedente com a emissão de um título europeu único. A criação de um *Eurobond*, na visão de Stiglitz (2016), poderia ser uma das consequências da mutualização das dívidas dos países que pertencem à Zona do Euro, o que, caso se concretize, seria uma forma de tornar o bloco mais funcional.

Depla e von Weizsäcker (2010) afirmam que a crise de 2008-2012 evidenciou a importância, concomitante, dos títulos soberanos apresentarem rentabilidade mais alta e mais baixas. Por mais paradoxal que possa parecer, as baixas rentabilidades para os credores aliviam o fardo aos contribuintes de financiar seus governos; já as rentabilidades maiores (maiores taxas de juros) servem como um *Early Warning Signal* indicando que possivelmente aquele país esteja em uma trajetória fiscal desfavorável. Os autores afirmam que a única maneira que atingir a mais alta e mais baixa rentabilidade ao mesmo tempo é com a emissão de um título comum europeu.

Não se pode perder de vista que o tema criação de um título europeu (*Eurbond*) ganhou força tanto durante a crise de 2008-2012 como também na crise financeira derivada da pandemia da COVID-19, principalmente nos seus momentos iniciais. O debate sempre é muito caro aos países centrais principalmente Alemanha e Holanda que veem na mutualização da dívida e a criação do título europeu, uma forma de transferência de renda dos países mais disciplinados fiscalmente para os países mais pródigos.

A possibilidade de organizar-se algum tipo de transferência entre os países participantes e conseqüentemente de uma rede de segurança trazem consigo as preocupações relativas ao risco moral e à possibilidade de algum país assumir a posição de *free ride*. Desta feita, a viabilidade de qualquer proposta de dívida comum dependerá fortemente da capacidade deste título de reduzir e controlar o risco moral envolvido; logo este tipo de título requer a existência de mecanismos poderosos que garantam o cumprimento da disciplina fiscal de maneira consistente ao longo do tempo (CLAESSENS; MODY; VALLEE, 2012).

Embora não se possa descartar os problemas advindos de um possível sistema de transferências decorrentes da criação de um título comum europeu, a criação deste sistema de títulos comuns (*Eurobonds*) seria fundamental, pois, como afirma Verhofstadt (2012),

uma área com moeda única é composta por uma estratégia comum de política econômica, um sistema único de governança além de um mercado comum de títulos.

De maneira geral, a emissão comum de dívida apresenta benefícios tanto para o devedor como para o credor. Pelo lado do emissor soberano, a dívida comum fornece incentivos à prudência além de ser um seguro contra choques adversos na taxa de juros e na liquidez do mercado que possam afetar a sustentabilidade da dívida pública. Já para os credores, a possibilidade de um título comum é válida caso aperfeiçoe a estabilidade, a liquidez e reduza a probabilidade de *default* (CLAESSENS; MODY; VALLEE, 2012).

Os objetivos da emissão comum de dívida, a criação de um *Eurobond* pode ser separada em dois grandes blocos: um mais micro, circunscrito a fatores ligados ao mercado de títulos especificamente; outro mais macro, relacionado a fatores mais relacionados às políticas fiscal e monetária. Somando todos os objetivos possíveis, é possível que haverá maior estabilidade dos mercados financeiros e redução nos prêmios de risco o que poderia desencadear melhor sustentabilidade da dívida pública dos países membros.

Analisando pela ótica micro dos objetivos, Verhofstadt (2012) afirma que a criação de um sistema de *Eurobonds* poderia significar grande economia para os países pertencentes à Zona do Euro pois haveria uma queda significativa nas taxas de juros pagas pelos países para se financiar. O autor afirma ainda que todos seriam beneficiados desde os países que pagam as maiores taxas de juros sobre seus títulos bem como a Alemanha, que mesmo pagando taxas de juros baixas, poderia pagar taxas ainda menores. Ainda, o *Eurobond* poderia ainda funcionar no estilo de um seguro com uma recompensa: países prudentes, com boas performances continuariam pagando taxas de juros menores enquanto países com performances sofríveis, pagariam taxas mais elevadas. Isto serviria para evitar a possibilidade de ocorrência do risco moral.

Depla e von Weizsäcker (2010) concordam que a criação de um título comum europeu reduziria os custos de financiamento das dívidas públicas para os países prudentes e que aumentariam em caso de um Estado enveredar pela trajetória da imprudência fiscal – desde que a cláusula de não resgate fosse totalmente crível. Os autores acrescentam que o *Eurobond* poderia se tornar um ativo extremamente líquido no mercado financeiro que poderia, inclusive, rivalizar com os títulos do governo norte-americano; isto poderia elevar a moeda comum europeia à posição de segunda moeda de reserva global.

Por outro lado, uma visão macro dos objetivos da criação de um título comum poderia trazer é apresentada por Claessens; Mody; Vallee (2012). Os autores apontam, de maneira geral, que os objetivos se concentrariam em três grandes blocos: compartilhamento de risco fiscal e disciplina fiscal; estabilidade financeira e transmissão a política monetária e funcionamento do mercado financeiro.

In practice, fiscal unions have three facets: (a) frameworks for discipline (fiscal rules or other institutional tools), (b) risk-sharing mechanisms to help macroeconomic management (discretionary and automatic stabilizers) and (c) some degree of income equalization to correct more permanent differences in initial conditions or endowments [...] Common debt issuance has risk-sharing features as it can provide some ex ante transfers through lower spreads for some sovereigns. And ex post transfers would occur where one of the member countries is not able to meet its obligations. [...] Common issuance of debt could make an important contribution to financial stability through two mechanisms. First, the links between banks and their respective national sovereign could be weakened. Banks (and other financial institutions) typically hold significant amounts of their respective government bonds as they are regarded as safe (and liquid) assets, or at least were so before the crisis. This “home bias” in sovereign bond holdings creates perverse feedback loops when concerns about sovereign risks translate into concerns about banks. In some countries, the weakness of the sovereign is currently also affecting banks’ ability to fund themselves and intermediate credit. In turn, this adversely affects the sovereign since the real economy is weakened and fiscal positions are undermined, and as the sovereign’s contingent liability vis-à-vis the banking system increases. [...] The second financial stability mechanism could work by increasing the supply of safe assets. This could reduce the risk of a flight to quality (or safety), where small shocks, including changes in ratings, drive large wedges in yields between (perceived to be) risky and safe sovereigns, and lead to large cross-border capital flows. As investors migrate funds to (perceived) safer jurisdiction and/or assets, these flights to safety create funding challenges for banks and other financial institutions. With debts pooled in sufficient amounts or made different than the debts of the national sovereigns, these risks can be reduced. A large safe asset can also reduce the need for extraordinary liquidity provision from the ECB. [...] The normal monetary policy transmission channels in the euro zone are currently disrupted since there are large market segmentations and fragmentations along national lines across the credit spectrum. Depending on where they are located, borrowers face different interest rates and even credit rationing. This means that interest rate policy set centrally by the ECB does not translate adequately into (changes in) local lending and funding conditions. These differences are in large part due to concerns about the health of national banking systems, in turn related to the health of the sovereign. [...] Commonly issued debt could contribute to restoring financial markets’ functioning and monetary policy transmission by providing for a unified and deep market for euro sovereign securities. In addition, having one such asset could allow the ECB to embark on quantitative easing, if and when needed, without concerns for the distributional effects or consequences for its balance sheet (CLAESSENS; MODY; VALLEE, 2012, p. 2-5).

Figura 9 Síntese dos objetivos da emissão de um título comum

Compartilhamento de risco fiscal e disciplina fiscal	
Compartilhamento de risco fiscal	Toda união monetária requer algum tipo de compartilhamento de risco fiscal. Este pode obtido

	através de uma dívida comum em formato de mecanismos <i>ex-ante</i> (custo de tomada de empréstimo e transferências) ou <i>ex-post</i> (default). Emissão de dívida conjunta pode reduzir os custos de tomada de empréstimos para países que estejam sob forte estresse do mercado financeiro, com ganhos no nível agregado
Disciplina fiscal	Os atuais métodos de disciplina fiscal mostraram suas limitações; a emissão de dívida comum com instituições aprimoradas e supervisão <i>ex-ante</i> e um melhor papel na sinalização de preços podem fortalecer a disciplina fiscal.
Estabilidade Financeira	
Correlação entre sistema bancário e dívidas soberana	Enviesamento doméstico nas detenções da dívida soberana que as medidas de suporte de liquidez (por exemplo LTRO) podem ter aumentado a correlação perversa entre bancos e dívidas soberanas; um título comum ou o agrupamento de riscos em um título podem reduzir essa relação entre bancos e dívidas soberanas.
Fornecimento de um ativo seguro	Quando as percepções de risco mudam, fuga para ativos de melhor qualidade conduz a grandes e desestabilizadoras mudanças nos rendimentos e nos movimentos de capital; um ativo comum e seguro pode reduzir estes riscos. Com um maior ativo e melhor moeda de reserva, os benefícios da liquidez podem se acumular na Zona do Euro e possivelmente pode auxiliar nos desequilíbrios globais.
Transmissão da política monetária e funcionamento dos mercados financeiros	
Mecanismo de transmissão da política monetária	Os mecanismos de transmissão da política monetária estão prejudicados; um mercado único de títulos pode ajudar a restaurá-lo.
Funcionamento do mercado financeiro	Os mercados financeiros estão crescentemente se fragmentando dentro dos países; a redução do risco país e um mercado único de títulos podem reviver os benefícios da integração financeira.

Fonte: Claessens; Mody; vallee (2012) – tradução nossa.

Como mencionado anteriormente, durante as crises financeiras que a União Europeia sofreu ao longo do início do século XXI, apresentaram-se propostas de criação de títulos comum europeus. Quando da ocorrência da crise financeira de 2008-2012, houve a proposta dos *Blue Bonds* feita por Depla e von Weizsäcker (2010); já na crise financeira decorrente da COVID-19, a proposta era de criação dos *Perpetual Bonds* feitas por Soros (2020a e 2020b) e Giavazzi e Tabellini (2021).

A proposta de Depla e von Weizsäcker (2010) consistia, basicamente, em unir em um título comum europeu todas as dívidas dos governos que não ultrapassassem 60% do PIB – isto seria chamado de *Blue Bond*. Qualquer dívida excedente àquela que tivesse

sido alocada na *Blue Bond* deveria ser emitida como uma dívida nacional júnior – esta seria considerada uma *Red Debt*. Os autores apontam que em caso de um *default* parcial, a tranche vermelha seria atingida primeiro; e caso a tranche azul fosse atingida, seria por uma parcela que não teria sido absorvida pela tranche júnior. Portanto, a tranche azul seria menos arriscada que a dívida convencional e a tranche vermelha (júnior) seria mais arriscada, levando à diferenciação na taxa de juros.

A diferenciação na taxa de juros seria reforçada ainda pela diferença na liquidez que as duas tranches apresentariam. Todos os países que estivessem participando do *Blue Bond* poderiam reunir e fundir suas tranches azuis, criando um mercado de títulos soberanos com tamanho e liquidez semelhante ao observado nos Estados Unidos. Quanto maior a liquidez do mercado, menor seria o custo de tomada de empréstimos pelos governos. Já para as tranches júnior, a liquidez seria muito menor comparativamente à azul; isto faria com que os custos de tomada de empréstimos fossem maiores (DEPLA; VON WEIZSÄCKER, 2010).

Os autores propõem que responsabilidade solidária nos títulos pertencentes a tranche azul de maneira a criar um ativo com classificação de triplo A. Para o mercado, a responsabilidade solidária vai reduzir ainda mais o risco do ativo uma vez que não existe forte correlação com o risco de *default*; logo os custos de tomadas de empréstimos nesta tranche, na média dos países da Zona do Euro, serão ainda mais baixos. Por fim, apontam que em caso de um *default* total da tranche vermelha este seria menos prejudicial porque não se destruiria a capacidade de empréstimo da tranche sênior. Na visão do mercado, a perspectiva de um *default* menos disruptivo na tranche júnior, aumenta o risco de *default* e, portanto, exige-se um prêmio de risco adicional (DEPLA; VON WEIZSÄCKER, 2010).

Em linhas gerais, por esta proposta, os países menores em termos econômicos, que possuem títulos com menor liquidez no mercado se beneficiariam mais com esta injeção a mais de liquidez advinda do *Blue Bond* do que os países maiores, embora estes também se beneficiariam pelos custos ainda menores de tomada de empréstimos. Ademais, os países que possuem endividamento público elevado, terão maiores incentivos para promover ajustes fiscais pois isto faria com que os custos de tomada de empréstimos na tranche vermelha fossem menores (DEPLA; VON WEIZSÄCKER, 2010).

Já na crise financeira desencadeada pela crise sanitária provocada pelo novo coronavírus, uma proposta bastante interessante era da emissão de *Perpetual Bonds* ou

Consols – títulos de renda fixa sem data de vencimento. Para Giavazzi e Tabellini (2021) a emissão deste tipo de título seria essencial pois não se sabia, como não se sabe ainda, o tamanho do estrago financeiro; diante disto, sabe-se que os aportes governamentais para socorrer a economia serão imensos e precisam ser financiados sem que isto cause uma enorme elevação na dívida, principalmente de países que já possuem elevados níveis de endividamento. Já Soros (2020) aponta que a situação da COVID-19 se assemelha muito a se uma guerra; em situações extraordinárias são necessárias medidas extraordinárias.

Partindo desta premissa, de que a pandemia do novo coronavírus é um choque adverso como uma guerra, o financiamento deste choque poderia ser distribuído, de maneira ótima, por várias e várias gerações; isto seria possível com a emissão de perpetuidades. Ademais, estes títulos podem ser emitidos de maneira bastante rápida o que sinalizaria para o mercado a enorme disposição do bloco em fazer o que fosse necessário para salvar as economias, eliminando do horizonte previsões mais pessimistas (GIAVAZZI; TABELLINI, 2021).

Os países membros poderiam emitir uma grande quantidade de títulos com estas características; estes seriam assegurados pela capacidade conjunta dos países de arrecadar impostos. Não deve se perder de vista que cada país membro poderiam emitir os seus próprios títulos que deveriam ser idênticos; a nota de classificação comum destes títulos seria baseada nesta capacidade tributária que todos os países participantes possuem (GIAVAZZI; TABELLINI, 2021).

Soros (2020) aponta que a emissão de perpetuidades traria três vantagens o que o torna bastante apropriado para uma situação como a da pandemia.

- a) Perpetuidades não precisam nunca serem reembolsadas o que significariam um fardo fiscal extremamente pequeno para a União Europeia. Por exemplo: a emissão de €1 trilhão em perpetuidades com um cupom de 0,5% iria custar ao orçamento do bloco €5 bilhões por ano o que equivale a 3% do orçamento em 2020;
- b) Mesmo que o mercado não possa absorver a emissão destas perpetuidades de uma só vez, estes títulos podem ser absorvidos em parcelas sem a necessidade da criação de um novo título a cada momento;
- c) Estas perpetuidades seriam um ativo bastante interessantes para os programas de compra de títulos efetuada pelo Banco Central Europeu. Uma vez que o vencimento destes títulos não se altera, a autoridade monetária não tem necessidade de reequilibrar seu portfólio.

A emissão de perpetuidades seria desejável não só para sanar o choque adverso de curto prazo que acomete a União Europeia. Deve ser encarado como uma possibilidade de no médio, longo prazo não comprometer as finanças públicas daqueles países que já se encontravam antes da crise em situação débil. Isto poderia ser útil para que em um futuro não tão distante não haja novamente trocas de acusações entre os países do Norte e do Sul do bloco. A integração deve continuar; qualquer ameaça a ela deve ser contida.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O projeto de integração da Europa é único. A reunião de rivais históricos, com línguas e culturas distintas e níveis de desenvolvimento socioeconômico díspares, sob o guarda-chuva de uma moeda única não encontra paralelo na história. Já houve uniões de países mantendo-se cada um com suas moedas; já houve união de territórios para a formação de um país; no entanto países independentes, renunciarem suas moedas em prol de uma moeda comum é um feito inédito, a comprovar nas proféticas palavras de José Ortega y Gasset que “a união europeia não é uma fantasia, mas a própria realidade, e a fantasia é exatamente o oposto: a crença de a França, a Alemanha, a Itália ou a Espanha são realidades substantivas e independentes”.

A ideia de reunir países tão diferentes visava antes de mais nada estabelecer a paz dentro do continente, assolado por guerras ao longo de sua história. Contudo, o pacifismo não é a única razão de um processo tão grandioso; aspectos políticos e econômicos são tão importantes quando as questões bélicas.

Do ponto de vista econômico, o projeto tinha por objetivo precípua, a eliminação a qualquer entrave para o comércio; a eliminação das barreiras comerciais entre os participantes seria o motor da prosperidade dos países. O Benelux já havia feito isto anos antes da Declaração Schuman; os demais países assim o fizeram quando assinaram o Tratado de Roma em 1957. Nesta data, a Europa escolhia um caminho que não teria mais retorno; a ideia era aprofundar ainda mais a integração.

A partir daí, à medida em que o mundo e a Europa eram acometidas por novas crises, a resposta do bloco sempre foi: aprofundar a integração, dobrando a aposta de que

a saída estaria sempre à frente, jamais recuando. O ápice deste processo foi a adoção de uma moeda única, o Euro e, até aquele momento, nenhum movimento parecia ser suficiente para desconstruir o projeto de integração. São as crises financeiras do início do século XXI que colocaram, de fato, em xeque a integração do continente. No entanto, seja na crise financeira e soberana de 2008-2012, seja na crise financeira decorrente da pandemia do novo coronavírus, a resposta foi a mesma: se a Europa deseja superar estes obstáculos e trazer prosperidade aos seus cidadãos, o caminho é aprofundar a integração.

A crise no mercado hipotecário norte-americano em 2008 aterrissou na Europa desencadeando uma crise da dívida soberana que afetou, principalmente países periféricos do bloco. Enquanto países como Grécia já tinham posições fiscais frágeis antes mesmo da crise (maquiadas contabilmente), outros países como Irlanda e Espanha apresentavam dados mais consistentes; isto não foi o suficiente. O mercado financeiro punia todos estes países de maneira semelhante: exigia-se medidas de austeridade para que estes países pudessem cumprir suas obrigações financeiras; esta política, encampada pela Troika, deprimia ainda mais as economias dificultando o pagamento das dívidas.

Ao mesmo tempo que as tensões políticas em torno das negociações dos resgates se avolumavam, a União Europeia ia propondo medidas que buscavam consolidar ainda mais o bloco, tornando-o mais unido. É neste momento que o bloco propõe a união bancária que buscava criar uma estrutura que protege a região de futuras crises financeiras mantendo a estabilidade da união.

A proposta de união bancária evidenciava as fragilidades existentes na construção da União Econômica e Monetária que a crise financeira de 2007 trouxe à tona. O projeto está alicerçado em três pilares: o Mecanismo Único de Supervisão, o Mecanismo Único de Resolução e o Sistema Europeu de Garantia de Depósitos.

O Mecanismo Único de Supervisão entrou em operação no final de 2014 e garantia ao Banco Central Europeu o poder de supervisionar instituições de crédito e outras instituições financeiras. Em linhas gerais, os objetivos da criação do Mecanismo Único de Supervisão seriam garantir a segurança e solidez do sistema bancário dentro da União Europeia além de buscar ampliar a integração financeira. Para atingir estes fins, a autoridade monetária executaria suas tarefas em conjunto com a Autoridade Bancária Europeia, o Parlamento Europeu e a Comissão Europeia.

O Mecanismo Único de Resolução entrou em vigor em março de 2014 e tinha como proposta promover a resolução da maneira mais ordenada possível para bancos em situação de insolvência; isto deveria ser feito com o menor custo possível ao contribuinte.

Esta ideia era oposta ao que a Europa havia presenciado na crise financeira de 2007-2008 quando o ônus das falências bancárias recaiu, sobremaneira, aos pagadores de impostos. A existência de um Fundo Comum de Resolução, supranacional, financiado pelo próprio setor bancário é uma característica marcante deste Mecanismo.

Por fim, o Sistema Europeu de Garantia de Depósitos é o único pilar que ainda não se encontra em pleno funcionamento – a última fase deverá estar concluída em 2024 quando todos os depósitos europeus estariam protegidos e assegurados pelo fundo europeu sem deixar de lado a participação dos sistemas de garantias de depósitos nacionais, que continuarão a existir.

A união bancária reforça a União Europeia ao criar instituições com o objetivo de proteger ainda mais os países-membros de choques financeiros adversos. Ao transferir para o nível supranacional mecanismos de proteção, supervisão e resolução, a União Europeia sinaliza a disposição de continuar unida.

As reformas promovidas no âmbito fiscal, decorrência da crise financeira, foram muito mais no intuito de reforçar a arquitetura fiscal existente do que uma revolução no modo como se operavam as políticas fiscais. Por isto, embora sejam importantes no sentido de sinalizar maior compromisso dentro do bloco, elas são insuficientes para tornar a política fiscal mais funcional dentro do bloco.

Mesmo com estas reformas não se pode afirmar que elas eliminaram todas as fragilidades existentes desde o início do processo. Possivelmente, não haverá reformas suficientes que façam o bloco funcionar de maneira totalmente eficiente, sem nenhuma falha. A economia, a sociedade são constructos mutáveis; assim sendo as instituições devem sempre acompanhar estas mudanças e se adaptarem a elas. Por isso, a União Europeia deverá ser uma metamorfose ambulante, em busca sempre de tentar tornar-se mais funcional e mais próspera para seus participantes.

A crise sanitária decorrente do novo coronavírus que desencadeou uma crise financeira tão ou mais grave que a crise soberana, é a mais recente prova de resistência da integração europeia. Nesta, o comportamento geral dos países e do bloco como um todo foram diferentes da crise financeira anterior; o intuito foi o mesmo: manter a moeda única funcionando.

A iniciar pelo que originou a crise. A crise econômica decorrente do COVID-19 foi um choque adverso que afetou todos os países do mundo e que sua disseminação e controle estava além das possibilidades da União Europeia. Na visão dominante dentro do bloco, desta vez não havia governos irresponsáveis fiscalmente, o que culminou em

aumento exacerbado do endividamento público; embora em alguns momentos, os frugais apontavam a falta de reformas dos países do Sul como a razão para estes países estarem sendo mais penalizados economicamente. Novamente, as tensões políticas colocavam a continuidade do projeto europeu em xeque.

Uma importante mudança que a crise econômica mais recente trouxe foi a mudança de postura da Alemanha. O país, protegido pela moeda única, conseguiu aumentar sua produtividade e tornar-se competitivo no mercado mundial, sem sofrer pressões por valorizações cambiais e torna-se, assim, ao lado da China, na mais poderosa máquina de exportações do mundo. Mas nunca não se sentiu em dívida com os demais países do bloco por colher algo que não semeara. Sem dúvida, a Alemanha foi a maior beneficiária da existência da moeda única. A crise da Covid-19 levou o país a mudar radicalmente sua posição com relação aos programas de injeção de dinheiro que vinham sendo propostos. A proposta franco-germânica de ajuda emergencial €750 bilhões de dinheiro, sendo que a metade deste valor seria ajuda e não empréstimo representou uma quebra de paradigma no bloco, trincando os pés do mito da impossibilidade de um orçamento fiscal comunitário. Estava garantida mais uma vez a sobrevivência do bloco; a integração europeia deu mais passo.

Por ser um projeto em construção há diversas arestas que precisam serem corrigidas e aperfeiçoadas. A crise de 2008-2012 deixou sequelas no bloco como um todo; países como a Alemanha viram ressurgir grupos políticos de extrema direita e neonazistas; nos países mais periféricos, a regressão econômica abriu caminho para a ascensão de políticos populistas de direita, como é o caso da Polônia, da Hungria e da Eslovênia. Nestes locais, há sinais de enfraquecimento do tecido democrático, o que ameaça um dos princípios da constituição da União Europeia.

A crise financeira de 2008-2012 também marcou um enfraquecimento da visão macroeconômica convencional. A crença ortodoxa de que os mercados sempre se ajustam, que o desemprego seria voluntário e que ao Estado caberia um papel pouco relevante na economia perdia audiência. Ficou demonstrado, seja nos Estados Unidos, seja na Europa, que quando as crises eclodem, o governo é sempre chamado para socorrer a economia.

Dentro da União Europeia, o Banco Central Europeu também passou por transformações. Criado com o objetivo de cumprir uma meta de inflação para garantir estabilidade monetária dentro do bloco, a crise financeira evidenciou a necessidade de a autoridade monetária europeia assumir o papel de prestador de última instância. A

frase de Mario Draghi no qual o BCE faria tudo que estivesse à sua disposição para manter o Euro preservado foi mais do que suficiente para tranquilizar os mercados financeiros. Durante a pandemia da COVID-19, o BCE também atuou de maneira decisiva para que os canais de crédito não estancassem e chegassem a quem mais necessitava durante a crise.

No âmbito fiscal, ao longo das crises, vêm ocorrendo sucessivas por reformas e é, ainda, um processo inacabado. Durante a crise de 2008-2012, diversas propostas foram feitas pelos mais diversos economistas; o *European Redemption Pact* é uma proposta alemã que guarda algumas semelhanças com a proposta dos *Blue Bonds*, mas sua essência é bastante distinta; já o esquema chamado *Euro Treasury* buscaria criar uma união fiscal sem ser um esquema de transferências – criar-se-ia um mecanismo de investimento público financiado pelos próprios títulos dos países membros. Estes são apenas alguns caminhos para caminhar em torno de uma união fiscal e, por conseguinte, uma maior integração.

A saída do Reino Unido da União Europeia em 2016 – o Brexit – abriu uma nova crise dentro do bloco europeu, pois criou-se um precedente para que qualquer país participante pudesse deixar o bloco, se assim o deseje, embora os pesados custos que estão sendo impostos para os dois lados desencoraje novas iniciativas nesse sentido. . Novamente, lançaram-se dúvidas sobre a continuidade do projeto de integração. No entanto, a União Europeia novamente conduziu os eventos de maneira a fortalecer os remanescentes, impondo-se perante os britânicos as condições de sua saída.

A eleição de Donald Trump nos Estados Unidos em 2016 também significou um sério desafio para a União Europeia que se viu a sua histórica relação de proteção dos aliados norte-americanos se deteriorar. O bloco, no entanto, reviu a sua estratégia internacional, principalmente com relação à China, alvo constante de críticas do ex-presidente dos EUA. Os movimentos de Trump incutiram nos principais países do bloco, o desejo de fortalecerem suas relações e posicionar a União Europeia de maneira mais assertiva no cenário global.

Estes fatores externos à União Europeia entre as duas crises são fundamentais para compreender as respostas que o bloco europeu tem dado durante a mais recente crise econômica. Fortalecer e aprofundar a integração europeia, além de garantir a sobrevivência do continente, busca devolver à região projeção e destaque no contexto global. Nas crises, a União Europeia tem se reinventado, se fortalecido. A integração europeia parece um caminho sem volta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, Michel. **The reform of Europe: a political guide to the future**. London: Verso, 2018.
- AGLIETTA, Michel. **Zona do Euro: qual o futuro?** São Paulo: Editora Ideias & Letras, 2013.
- ANDRLE, Michal; BLUEDORN, John; EYRAUD, Luc; KINDA, Tidiane; BROOKS, Petya Koeva; SCHWARTZ, Gerd; WEBER, Anke. Reforming Fiscal Governance in the European Union. **IMF Staff Discussion Notes n. 15/9**, 2015.
- ARCHER, Clive. **The European Union**. Oxon: Routledge, 2008.
- AUTHERS, John. **Europe's Financial Crisis: a short guide to how the Euro fell into crisis and the consequences for the world**. New Jersey: FT Press, 2012.
- AYUSO-I-CASALS. National Expenditure Rules – Why, how and when. **European Economic Paper 473**, DG ECFIN, European Commission, 2012.
- BAGLIONI, Angelo. **The European Banking Union: a critical assessment**. Londres: Palgrave MacMillan, 2016.
- BALASSA, Bela. **The theory of Economic Integration**. Londres: George Allen & Unwin LTD, 1969.
- BALDWIN, Richard. Keeping the lights on: economic medicine for a medical shock. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/how-should-we-think-about-containing-covid-19-economic-crisis>. Acesso em: 27 ago. 2020.
- BALDWIN, Richard; DI MAURO, Beatrice Weder. Introduction. *In*: BALDWIN, Richard; DI MAURO, Beatrice Weder. (ed.). **Economics in the time of COVID-19** London: CEPR Press, 2020.
- BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. Introduction. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.
- BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. Introduction. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **How to fix Europe's monetary union: views of leading economists**. London: CEPR Press, 2016.
- BALDWIN, Richard; TOMIURA, Eiichi. Thinking ahead about the trade impact about COVID-19. *In*: BALDWIN, Richard; DI MAURO, Beatrice Weder. (ed.) **Economics in the time of COVID-19** London: CEPR Press, 2020.
- BALDWIN, Richard; WYPLOSZ, Charles. **The economics of European Integration**. 3. ed. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2009.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **79th annual report**. Basileia: BIS, 2009.
- BASTASIN, Carlo. **Saving Europe: Anatomy of a dream**. Washington, District of Columbia: Brookings Institution Press, 2015.
- BECKER, Bo; HEGE, Ulrich; MELLA-BARRAL, Pierre. Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now. *In*: BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; DI MAURO, Beatrice Weder (ed.) **Europe in the time of COVID-19**. London: CEPR Press, 2020.

BEGG, David; DE GRAUWE, Paul; GIAVAZZI, Francesco; UHLIG, Harald; WYPLOSZ, Charles. The ECB: safe at any speed? **Monitoring the European Central Bank 1**, CEPR, 1998,

BEGG, Iain. The Franco-German proposal for €500 billion recovery fund. **UK in a changing Europe**. Disponível em: <https://ukandeu.ac.uk/the-franco-german-proposal-for-a-e500-billion-recovery-fund/>. Acesso em: 26. nov. 2020.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès. Maastricht flaws and remedies. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès. A sovereignless currency. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **How to fix Europe's monetary union: views of leading economists**. London: CEPR Press, 2016.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; RAGOT, Xavier; WOLFF, Guntram. Which fiscal union for the euro area? **Policy Contribution 2016/05**, Bruegel, 2016.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; BRUNNERMEIER, Markus; ENDERLEIN, Henrik; FARHI, Emmanuel; FRATZSCHER, Marcel; FUEST, Clemens; GOURINCHAS, Pierre-Olivier; MARTIN, Philippe; PISANI-FERRY, Jean; REY, Hélène; SCHNABEL, Isabel; VÉRON, Nicolás; DI MAURO, Beatrice Weder; ZETTELMEYER, Jeromin. **Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform**. London: CEPR Policy Insight No 91, 2018.

BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; DI MAURO, Beatrice Weder. Europe in time of COVID-19: A new crash test and a new opportunity. *In*: BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; DI MAURO, Beatrice Weder (ed.) **Europe in the time of COVID-19**. London: CEPR Press, 2020.

BLOCK, Fred D. **The origins of International Economic Disorder: a study of United States monetary policy from World War II to present**. Berkley: University of California Press, 1977.

BOCCUZZI, Giuseppe. **The European Banking Union: supervision and resolution**. Reino Unido: Palgrave MacMillan, 2016.

BOFINGER, Peter. The way forward: Coping with the insolvency risk of member states and giving teeth to the European Semester. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **How to fix Europe's monetary union: views of leading economists**. London: CEPR Press, 2016.

BORDO, Michael. A brief history of Central Banks. **Research Department of The Federal Reserve Bank of Cleveland**. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland, 2007.

BUITER, Willem; CORSETTI, Giancarlo; ROUBINI, Nouriel. Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht. **Economic Policy** 8 (16), pp. 57-100, 1993.

BUITER, Willem. The 'Sense and Nonsense of Maastricht' Revisited: What we have learnt about stabilization in EMU? **Jornal of Common Market Studies**, 44 (4), pp. 687-710, 2006.

BURCHARD, Hans Von der; OLIVEIRA, Ivo; SCHAART, Eline. Dutch try to calm north-south economic storm over coronavirus. **Político**, Bruxelas, 27. mar. 2020.

- BUTI, Marco. A tale of two crisis: lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/lessons-financial-crisis-prevent-great-fragmentation>. Acesso em: 08 out. 2020.
- CELLI JÚNIOR, Umberto. Teoria geral da integração: em busca de um modelo alternativo. In: MERCADANTE, Araminta de Azevedo (Coord.). **Blocos econômicos e integração na América Latina, África e Ásia**. Curitiba: Juruá, 2011. p. 19-38.
- CESARANO, Filippo. The origins of the Theory of Optimum Currency Areas. **History of Political Economy**, vol. 38, n. 4, pp. 711-731, 2006.
- CHOWN, John. **A history of monetary unions**. Londres: Routledge, 2003.
- CLAESSENS, Stijn; MODY, Ashoka; VALLEE, Shahin. Path to Eurobonds. **IMF Working Paper**, n. 12/172, 2012.
- CLAYES, Grégory; DARVAS, ZSOLT; LEANDRO, Álvaro. A proposal to revive the European Fiscal framework. **Brugel Policy Contribution**, Março, 2016.
- CODOGNO, Lorenzo; FAVERO, Carlo; MISSALE, Alessandro; PORTES, Richard; THUM, Marcel. Yield Spreads on MEU Government Bonds. **Economic Policy**, v. 18, n. 37, out. 2003.
- COFFEY, Peter; PRESLEY, John R. **European Monetary Integration**. Londres: The MacMillan Press LTD, 1971.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. **Memorandum on the Action Programme of the Community for the second stage**. 1962.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. **The European Monetary System**. 1979.
- CORDEN, W. M. Monetary Integration, Essays in International Finance. **International Finance Section**, n. 93, Princeton University, Department of Economics, 1972.
- CRUZ, Sebastião C. Velasco e. **Estados e mercados: os Estados Unidos e o sistema multilateral de comércio**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.
- DANIELSSON, Jon; SHIN, Hyun Song. **Endogenous risk**. Mimeo. Disponível em: <http://www.nuff.ox.ac.uk/users/shin/working.htm>. Acesso em: 01 dez. 2020.
- DANIELSSON, Jon; MACRAE, Robert; VAYANOS, Dimitri; ZIGRAND, Jean-Pierre. The coronavirus crisis is no 2008. **VoxEu.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/coronavirus-crisis-no-2008>. Acesso em: 01. dez. 2020.
- D'ARCY, François. **União Europeia: instituições, políticas e desafios**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002.
- DARVAS, Zsolt; MARTIN, Philippe; RAGOT, Xavier. The economic case for an expenditure rule in Europe. **VoxEu.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/economic-case-expenditure-rule-europe>. Acesso em: 08. Fev. 2021.
- DAVIES, Glyin. **A history of money: From ancient times to the present day**. 3. ed. Cardiff: University of Wales Press, 2002.
- DEDMAN, Martin J. **The origins and development of European Union 1945-2008: a history of European Integration**. 2. ed. Oxford: Routledge, 2010.

- DE GRAUWE, Paul. **Economics of Monetary Union**. 6. ed. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- DE GRAUWE, Paul. Why a tougher Stability and Growth Pact is a bad idea. **VoxEu.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/why-tougher-stability-and-growth-pact-bad-idea>. Acesso em: 02. fev. 2021.
- DE HANN, Jakob; BERGER, Helge; JANSEN, David-Jan. Why has the Stability and Growth Pact failed? **International Finance**, 7(2), p. 235-260, 2004.
- DE JONG, Jasper; GILBERT, Niels. The mixed success of the Stability and Growth Pact. **VoxEu.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/mixed-success-stability-and-growth-pact>. Acesso em: 08. fev. 2021.
- DE LA DEHASA, Guillermo. **A self-inflicted crisis? Design and management failures leading to the eurozone crisis**. Group of Trinity, Ocasional paper n.86, 2012.
- DELLAS, Harris; TAVLAS, George S. An optimum-currency-area odyssey. **Economic Research Department**. Athens: Bank of Greece, 2009.
- DEPLA, Jaques; VON WEIZSÄCKER, Jakob. The Blue Bond Proposal. **Bruegel Policy Brief** 2010/03, 2010.
- DE VRIES, Margaret Garristen. The Fund and the EPU. *In*: HORSEFIELD, J. Keith (ed.) **The International Monetary Fund, 1945-1965 – vol. 2**. Washington: International Monetary Fund, 1969.
- EGEBERG, Morten. The European Commission. *In*: CINI, Michelle. **European Union Politics**. 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 2007 pp.139-153.
- EICHENGREEN, Barry; WYPLOSZ, Charles. Europe's fiscal conundrum. *In*: BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; GIAVAZZI, Francesco (eds.). **Europe's Political Spring: fixing the Eurozone and beyond**. London: CEPR Press, 2017.
- EIJFFINGER, Sylvester, C.W; DE HAAN, Jakob. **European Monetary and Fiscal Policy**. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- EINAUDI, Luca. The generous of yesterday can become the practical achievement of tomorrow: 1000 year of monetary union in Europe. **National Institute Economic Review**, n.172, p. 90-104, 2000.
- EL-AGRAA, Ali M. A history of European Integration and evolution of the EU. *In*: EL-AGRAA, Ali M (ed.). **The European Union: economics and politics**. 8. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2007
- ENRIA, Andrea. Establishing the banking union and repairing the Single Market. *In*: ALLEN, Franklin; CARLETTI, Elena; GRAY, Joanna (eds.). **Political, fiscal and banking union in the Eurozone?** Philadelphia: FIC Press, 2013.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. **Monthly Bulletin – December**. Frankfurt: ECB, 2009.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. **Monthly Bulletin – December**. Frankfurt: ECB, 2008c.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. **Monthly Bulletin – November**. Frankfurt: ECB, 2008b.
- EUROPEAN CENTRAL BANK. **Monthly Bulletin – October**. Frankfurt: ECB, 2008.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **ECB announces measures to support bank liquidity conditions and money market activity.** Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_2~06c32dabd1.en.html. Acesso em: 16 out. 2020a.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).** Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html. Acesso em: 22 out. 2020b.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **ECB announces package of temporary collateral easing measures.** Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>. Acesso em: 27. out. 2020c.

EUROPEAN COMMISSION. **Economic crisis in Europe:** causes, consequences and responses. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2009a.

EUROPEAN COMMISSION. **Comunicado da Comissão:** supervisão financeira europeia. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2009b.

EUROPEAN COMMISSION. **Coronavirus: EU Civil Protection Mechanism activated for the repatriation of EU citizens.** Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_142. Acesso em: 09. out. 2020a.

EUROPEAN COMMISSION. **COVID-19: EU working on all fronts, €232 million for global efforts to tackle outbreak.** Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_316. Acesso em: 09. out. 2020b.

EUROPEAN COMMISSION. **Coronavirus crisis: “Commission will use all the tools at its disposal to make sure the European economy weathers the storm”.** Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_440. Acesso em: 08. out. 2020c.

EUROPEAN COMMISSION. **EU Coronavirus response.** Disponível em: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/eu_coronavirus_response.pdf. Acesso em: 09. out. 2020d.

EUROPEAN COMMISSION. **State aid: Commission adopts Temporary Framework to enable Member States to further support the economy in the COVID-19 outbreak.** Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_496. Acesso em: 15. out. 2020e.

EUROPEAN COMMISSION. **Coronavirus: Commission proposes to activate fiscal framework’s general escape clause to respond to pandemic.** Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_499. Acesso em: 15. out. 2020f.

EUROPEAN COMMISSION. **European Commission 2020 Work Programme: An ambitious roadmap for a Union that strives for more.** Disponível em:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_124. Acesso em: 27. nov. 2020g.

EUROPEAN COMMISSION. **Europe's moment: repair and prepare for the next generation.** Disponível em:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_940. Acesso em: 27. nov. 2020h.

EUROPEAN COUNCIL. **Conclusions by the President of the European Council following the video conference on COVID-19.** Disponível em:

<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/10/statement-by-the-president-of-the-european-council-following-the-video-conference-on-covid-19/>. Acesso em: 07. out. 2020a.

EUROPEAN COUNCIL. **Conclusions by the President of the European Council following the video conference with members of the European Council on COVID-19.** Disponível em: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/17/conclusions-by-the-president-of-the-european-council-following-the-video-conference-with-members-of-the-european-council-on-covid-19/>. Acesso em: 07. out. 2020b.

EUROPEAN COUNCIL. **Joint statement of the Members of the European Council.** Disponível em: <https://www.consilium.europa.eu/media/43076/26-vc-eucostatement-en.pdf>. Acesso em: 08. out. 2020c.

EUROPEAN COUNCIL. **Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1303/2013, Regulation (EU) No 1301/2013 and Regulation (EU) No 508/2014 as regards specific measures to mobilise investments in the health care systems of the Member States and in other sectors of their economies in response to the COVID-19 outbreak.** Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0113>. Acesso em: 08. out. 2020d.

EUROPEAN COUNCIL. **Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic.** Disponível em:

<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/09/report-on-the-comprehensive-economic-policy-response-to-the-covid-19-pandemic/>. Acesso em: 27. out. 2020e.

EUROPEAN COUNCIL. **Special European Council, 17-21 July 2020.** Disponível em: <https://www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2020/07/17-21/>. Acesso em 27. nov. 2020

EUROPEAN STABILITY MECHANISM. **ESM Pandemic Crisis Support.**

Disponível em: <https://www.esm.europa.eu/content/europe-response-corona-crisis>. Acesso em 27. out. 2020.

EWIN, Jack. Europe's Central Bank's steps to stem coronavirus damage leave investors cold. **The New York Times**, Nova Iorque, 13 mar. 2020a. Business Day, p. B7.

EWIN, Jack. Europe's Central Bank vastly expands stimulus measures. **The New York Times**, Nova Iorque, 18 mar. 2020b. Business Day, p. B7.

FELD, Lars P.; SCHMIDT, Christoph, M.; SCHNABEL, Isabel; WIELAND, Volker. Divergence of liabilities and control as the source of over-indebtedness and moral hazard in the European Monetary Union. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI,

- Francesco. (ed.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.
- FELD, Lars P.; SCHMIDT, Christoph, M.; SCHNABEL, Isabel; WIELAND, Volker. Refocusing the European fiscal framework. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/refocusing-european-fiscal-framework>. Acesso em 04 fev. 2021.
- FLEMING, John Marcus. On Exchange Rate Unification. **The Economic Journal**, vol. 81, n. 323, Oxford, 1971.
- FONTAINE, Pascal. **Europe in 12 lessons**. Luxemburgo: Publications Office of the European Union, 2010.
- FRIEDMAN, Milton. **The Case for Flexible Exchange Rates**. *In*: Essays in Positive Economics, pp. 157–203. Chicago: University of Chicago Press, 1953.
- FURCERI, Davide; MOUROUGANE, Annabelle. Financial crises: past lessons and policy implications. **OECD Economics Department Working Paper**, n. 668, Paris, 2009.
- GALÍ, Jordi. Helicopter money: the time is now. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>. Acesso em: 23 out. 2020.
- GASPAROTTI, Alessandro; KULLAS, Matthias. 20 years of Euro: winners and losers. **CEPStudy**, 2019.
- GIAVAZZI, Francesco; TABELLINI, Guido. Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by the ECB. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/covid-perpetual-eurobonds>. Acesso em: 18 fev. 2021.
- GILBERT, Mark. **Surpassing realism: the politics of European Integration since 1945**. Lanhan: Rowman & Littlefield Publishers, 2003.
- GROS, Daniel. Banking union instead of fiscal union? *In*: ALLEN, Franklin; CARLETTI, Elena; GRAY, Joanna. (eds.). **Political, fiscal and banking union in the eurozone?** Philadelphia: FIC Press, 2013.
- GROS, Daniel. The Eurozone crisis and foreign debt. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (eds.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.
- GROS, Daniel; BELKE, Ansgar. **Banking Union as a Shock Absorber: Lessons for the Eurozone from the US**. Bruxelas: CEPS, 2015.
- GROS, Daniel. **The second death of the Stability Pact and the birth of an inter-governmental Europe**. Centre for European Policy Studies commentary, 28 July 2016.
- GROS, Daniel; MICOSSI, Stefano. The beginning of the end.... **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/mother-all-bailouts-and-what-it-means-europe>. Acesso em: 20 nov. 2020.
- HABERLER, Gottfried. The international monetary system: some recent developments and discussions. *In*: HALM, George (ed.). **Approaches to greater flexibility in exchange rates**. Princeton: Princeton University Press, 1970.
- HAMADA, Koichi; PORTEOUS, David. Monetary integration in historical perspective. **Discussion paper, Yale University**, n. 688, 1993.

HERRING, Richard. The danger of building a banking union on a one-legged stool. *In*: ALLEN, Franklin; CARLETTI, Elena; GRAY, Joanna. (eds.). **Political, fiscal and banking union in the eurozone?** Philadelphia: FIC Press, 2013.

HERZ, Monica, HOFFMAN, Ribeiro. **Organizações Internacionais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

HOFFAMAN, Paul. **Statement by Paul Hoffman at the 75th OEEC Council meeting (31 October 1949)**. Paris: Organisation for European Economic Cooperation, 1949.

Disponível em:

http://www.cvce.eu/obj/statement_by_paul_hoffman_at_the_75th_oeec_council_meeting_31_october_1949-en840d9b55-4d17-4c33-8b09-7ea547b85b40.html. Acesso em: 27 jul. 2019.

HOSNY, Amr Sadek. Theories of Economic Integration: a survey of the Economic and Political Literature. **International Journal of Economic, Management and Social Science**, Nova Jersey, v. 2(5), p. 133-155, 2013.

HOWART, David; QUAGLIA, Lucia. **The political economy of European banking union**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

JOKIVUOLLE, Esa; PENNACCH, George. How to design the European Deposit Insurance Scheme. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/how-design-european-deposit-insurance-scheme>. Acesso em 22. Jan. 2021.

JONES, Erik. Old divisions threaten Europe's Economic Response to the Coronavirus. **Foreign Affairs**, 06 abr. 2020. Disponível em:

<https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/2020-04-06/old-divisions-threaten-europes-economic-response-coronavirus>. Acesso em: 08 out. 2020.

JOVANOVIC, Miroslav N. **European Economic Integration: limits and prospects**. Londres: Routledge, 2005.

KENEN, Peter. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *In*: MUNDELL, Robert; SWOBODA, Alexander (eds.). **Monetary problems of the international economy**. Chicago: University of Chicago Press, 1969.

KING, Tim. In EU's retreat, a way forward. **Politico**, Bruxelas, 20. mar. 2020. Brussels Sketch.

KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

KUNZ, J. L. Pan Europe, The Marshall Plan Countries and the Western European Union. **The American Journal of International Law**, vol. 42, n.4, pp. 868-877. Cambridge: Cambridge University Press, 1948.

LERNER, Abba. **The economics of control: Principles of Welfare Economics**. New York: MacMillan, 1944.

LERNER, Abba. Discussion of "International Monetary Policy and the search for economic stability" by Ragnar Nurkse. **American Economic Review: Papers and Proceedings**, vol. 37, n.2, pp. 592-594, 1947.

LEVITT, Malcolm; LORD, Christopher. **The political economy of monetary union**. Nova Iorque: St. Martin's Press, 2000.

LEWIS, Jeffrey. The Council of the European Union. *In*: CINI, Michelle. **European Union Politics**. 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 2007 pp. 154-173

- LIPSEY, Richard George. The theory of customs unions: a general survey. **The Economic Journal**, Londres, v. 70, n. 279, p. 496-513, 1960.
- MACHLUP, Fritz. **A history of thought on economic integration**. 1.ed. Londres: The MacMillan Press LTD, 1977.
- MARSHALL, George. **The Marshall Plan Speech**. Harvard, 1947. Disponível em: <https://www.marshallfoundation.org/marshall/the-marshall-plan/marshall-plan-speech/>. Acesso em: 04 maio 2020.
- MATHIEU, Catherine; STERDYNIK, Henri. **Reforming the Stability and Growth Pact: breaking the ice**. Documents de Travail de l'OFCE 2003-02, Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE), 2003.
- MCKINNON, Ronald, I. Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, vol. 53, n. 4 (September), pp. 717-725, 1963.
- MERLER, Silvia; PISANI-FERRY, Jean. The simple macroeconomics of North and South in EMU. **Bruegel**, Working Paper 2012/12, 2012.
- MICOSSI, Stefano. What future for the Eurozone? *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.
- MILES, David. QE is not helicopter money – and yet it is useful. **VoxEU.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/qe-not-helicopter-money-and-yet-it-useful>. Acesso em: 22 out. 2020.
- MINTZ, Norman Nelson. Monetary union and economic integration. **The bulletin**, New York University, 1970.
- MYRDAL, Gunnar. **Perspectivas de uma Economia Internacional**. Rio de Janeiro: Editora Saga, 1967.
- MONETARY COMMITTEE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. **Compendium of Community Monetary Texts**. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1974.
- MONGELLI, Francesco Paolo. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us? **European Central Bank Working Paper Series**, n. 138 (April), 2002.
- MORRIS, Charles R. **O crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global**. São Paulo: Aracati, 2009.
- MUNDELL, Robert A. A theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, vol. 51, n. 4, p. 657-665, 1961.
- ORTEGA y GASSET, José. **A Rebelião das Massas**. São Paulo: Martins Fontes, 2007.
- OVERTURF, Stephen F. **Money and European Union**. Nova Iorque: St. Martin's Press, 2000.
- OVERTVELDT, Johan van. **The end of Euro: the uneasy future of the European Union**. Evanston: Agate Publishing, 2011.
- PADOA-SCHIOPPA, Fiorella Kostoris. The 2005 Reform of the Stability and Growth Pact: Too Little, Too Late? **Bruges European Economic Research (BEER) Papers** 6/November 2006. [Policy Paper]

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso. **The euro and its central bank: getting united after the union.** Cambridge: The MIT Press, 2004.

PANAGARIYA, Arvind. Trade liberalization: The traditional theory and new developments. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 38, n. 2, p. 287-331, 2000.

PARLAMENTO EUROPEU. **Deputados ao Parlamento Europeu.** Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/meps/pt/home>. Acesso em: 08 jan. 2021.

PAVESE, Carolina Boniatti. **A união econômica e monetária e a dinâmica da integração europeia: uma abordagem das Relações Internacionais.** Dissertação de Mestrado. Programa San Tiago Dantas (UNESP – PUC-SP – UNICAMP). São Paulo, 2007 (mimeo).

PECEQUILO, Cristina Soreanu. **A União Europeia: os desafios, a crise e o futuro da integração.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PETRAKIS, Panagiotis E.; KOSTIS, Pantelis C.; VALSAMIS, Dionysis G. **European Economics and Politics in the midst of the crisis: from the outbreak of the crisis to the fragmented European Federation.** Heidelberg: Springer, 2013.

PHINNEMORE, David. Towards European Union. *In*: CINI, Michelle. **European Union Politics.** 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 2007 pp.30-45.

PRENTZAS, G. S. **The Marshall Plan.** Nova Iorque: Chelsea House, 2011.

PUIU, Cristina. Optimum Currency Area: an epistemological view. **Munich Personal Repec Archive (MPRA)**, n. 35055 (November), 2011.

ROGOFF, Kenneth S; REINHART, Carmen M. **Oito séculos de delírios financeiros.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises: um curso relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional.** Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

ROY, Joaquín. All Roads Lead to Rome: Background, Content and Legacy of the Treaties on the European Economic and European Atomic Energy Communities. *In*: LAURSEN, Finn (ed.). **Designing the European Union: from Paris to Lisbon.** Londres: Palgrave MacMillan, 2012.

SCHAART, Eline. Netherlands open to easy EU loans for health care, not the economy. **Político**, Bruxelas, 07. abr. 2020.

SCHOENMAKER, Dirk. Building a stable European Deposit Insurance Scheme. **VoxEu.org.** Disponível em: <https://voxeu.org/article/building-stable-european-deposit-insurance-scheme>. Acesso em: 22. Jan. 2021.

SCHUKNECHT, Ludger; MOUTOT, Phillippe; ROTHER, Phillippe; STARK, Jürgen. The Stability and Growth Pact - crisis and reform. ECB Occasional Paper, No. 129, **European Central Bank (ECB)**, 2011.

SCHUMAN, Robert. **The Schuman Declaration.** Paris, 1950. Disponível em: https://www.cvce.eu/en/obj/the_schuman_declaration_paris_9_may_1950-en-9cc6ac38-32f5-4c0a-a337-9a8ae4d5740f.html. Acesso em 04 maio 2020.

SCULLY, Roger. The European Parliament. *In*: CINI, Michelle. **European Union Politics.** 2.ed. Oxford: Oxford University Press, 2007 pp.174-187.

SOROS, George. The EU should issue Perpetual Bonds. **Project Syndicate**, 20. Abr. 2020a.

STIGLITZ, Joseph. **The euro and its threat to the future of Europe**. Londres: Penguin Books UK, 2016.

SUM, Katayayna. **Post-crisis banking resolution in the European Union: opportunities and threats**. Londres: Palgrave MacMillan, 2016.

SZÁSZ, André. **The road to European Monetary Union**. Londres: Palgrave MacMillan, 1999.

SWANN, Dennis. **The economics of Europe: from common market to European Union**. 9.ed. Londres: Penguin UK, 2000.

TABELLINI, Guido. The main lessons to be drawn from the European financial crisis. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **The eurozone crisis: a consensus view of the causes and a few possible solutions**. London: CEPR Press, 2015.

TABELLINI, Guido. Building common fiscal policy in the Eurozone. *In*: BALDWIN, Richard; GIAVAZZI, Francesco. (ed.). **How to fix Europe's monetary union: views of leading economists**. London: CEPR Press, 2016.

TAVLAS, George S. The Theory of Monetary Integration. **Open Economies Review**, Springer, vol. 5 (2), pp. 211-230, 1994.

TAYLOR, Paul. Lagarde's corona blunder. **Politico**, Bruxelas, 13. mar. 2020. Europe At Large.

THE ECONOMIST. **The Wuhan crisis**. 25. jan. 2020a.

THE ECONOMIST. **Europe, more or less**. 21. mar. 2020b.

THE ECONOMIST. **Ripping up the rules**. 28. mar. 2020c.

THE ECONOMIST. **Aesop's euro zone**. 28. mar. 2020d.

THE ECONOMIST. **Dutch courage**. 18. abr. 2020e.

THE ECONOMIST. **Hard money**. 25. abr. 2020f.

THE ECONOMIST. **Seeing red**. 09. maio. 2020g.

THE ECONOMIST. **Not quite Hamiltonian**. 23. maio. 2020h.

THE ECONOMIST. **The visible hand**. 30. maio. 2020i.

THE ECONOMIST. **A Dutch dilemma**. 11. jul. 2020j.

THE ECONOMIST. **A big fiscal deal**. 25. jul. 2020k.

THE ECONOMIST. **Hey, big spenders**. 13. jun. 2020l.

THE ECONOMIST. **Doomed to lead**. 27. jun. 2020m.

THYGESEN, Niels. Fiscal institutions in EMU and the Stability Pact. *In*: HALLETT, Andrew Hughes; HUTCHSON, Michael; JENSEN, Svend Hougaard (eds.). **Fiscal aspects of European monetary integration**. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

UNGERER, Horst. **A Concise History of European Monetary Integration: from EPU to EMU**. Westport: Quorum Books, 1997.

- UNIÃO EUROPEIA. **Tratado sobre o funcionamento da União Europeia (versão consolidada)**, 2016. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=pt>. Acesso em: 15 out. 2020.
- UNIÃO EUROPEIA. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, 2012. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3A1403_3. Acesso em: 02. fev. 2021.
- UNIÃO EUROPEIA. **Tratado da União Europeia**, 1992. Disponível em: https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty_on_european_union_pt.pdf. Acesso em: 02. dez. 2020.
- URWIN, Derek W. **The Community of Europe: a history of European Integration since 1945**. 2.ed. Nova Iorque: Routledge, 1995.
- VAN MIDDELAAR, Luuk. **Alarums & Excursions: improvising politics on the European stage**. Newcastle: Agenda Publishing, 2019.
- VAROUFAKIS, Yanis. **O minotauro global: a verdadeira origem da crise financeira e o futuro da economia global**. São Paulo: Autonomia Literária, 2016.
- VERHOFSTADT, Guy. Mutualizing Europe's Debt. **New Perspective Quarterly** 29, n. 3, p. 26-28, 2012.
- VIEIRA, José Luiz Conrado. A Integração Econômica Internacional na Era da Globalização: **aspectos jurídicos, econômicos e políticos sob Prismas conceitual e crítico**. São Paulo: Letras & Letras, 2004.
- WATTS, Duncan. **The European Union**. Edimburgo: Edimburg University Press, 2008.
- WESTSTRATE, C. The economic and political implications of a customs union. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 62, n. 3, p. 362-380, 1948.
- WIESER, Thomas. Fiscal rule and the role of Commission. **VoxEu.org**. Disponível em: <https://voxeu.org/article/fiscal-rules-and-role-commission>. Acesso em: 08. fev. 2021.
- WOLF, Martin. Porque o Banco Central Europeu pode salvar a zona do euro. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 21. abr. 2020a.
- WOLF, Martin. Decisão de tribunal alemão retoma o controle em relação ao BCE. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 13. maio. 2020b.
- WOLF, Martin. União Europeia se ergue para enfrentar a crise da COVID-19. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 02. jun. 2020c.
- WYPLOSZ, Charles. Banking union as a crisis-management tool. *In*: BECK, Thorsten (ed.). **Banking Union for Europe: risks and challenges**. London: CEPR Press, 2012.