



Universidade de Brasília

Departamento de Economia

**FERNANDA MORAES REGO NUNES MASSON**

**O PAPEL DO BANCO CENTRAL EUROPEU NO CONTROLE E GESTÃO  
DA CRISE FINANCEIRA**

Orientador: José Carlos de Oliveira

Brasília – DF

2016

Universidade de Brasília  
Departamento de Economia

**FERNANDA MORAES REGO NUNES MASSON**

**O PAPEL DO BANCO CENTRAL EUROPEU NO CONTROLE E GESTÃO DA  
CRISE FINANCEIRA**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Economia da  
Universidade de Brasília (UnB)  
como requisito parcial à obtenção  
do grau de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientador: José Carlos de Oliveira

Brasília – DF

2016

Universidade de Brasília  
Departamento de Economia

**FERNANDA MORAES REGO NUNES MASSON**

**O PAPEL DO BANCO CENTRAL EUROPEU NO CONTROLE E GESTÃO DA  
CRISE FINANCEIRA**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Economia da  
Universidade de Brasília (UnB)  
como requisito parcial à obtenção  
do grau de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Aprovada em \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2016.

**BANCA EXAMINADORA:**

Brasília – DF

2016



## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, a Deus e a minha família, por terem sido sempre tão amorosos, especiais e pacientes durante toda a graduação. Sem o suporte e cuidado de vocês nada disso seria possível. Essa conquista é de todos nós!

Ao professor José Carlos de Oliveira, meu orientador, pela compreensão e atenção durante o período de elaboração dessa monografia.

E por fim à Universidade de Brasília, pela formação e oportunidade de iniciar minha carreira profissional com a credibilidade de uma sólida instituição.

## RESUMO

A ideia de uma integração europeia passou a ser desenvolvida com o final da Segunda Guerra Mundial. Os líderes dos principais países perceberam que somente uma integração econômica entre os mesmos seria possível garantir a paz e estabilidade da região. A integração se desenvolveu até o estágio das Áreas Monetária Ótimas, teoria criada por Robert Mundell na década de 60, que propunha a adoção de uma moeda única comum a uma região de países. A União Monetária Europeia surge então efetivamente através do Tratado de Maastricht de 1992 que estabelecia uma série de critérios de convergência para a implementação do Euro e a determinação do Banco Central Europeu como órgão responsável por conduzir a política monetária do bloco. Quando a crise financeira se inicia em 2007 nos Estados Unidos rapidamente ela se espalha a UME devido a desregulamentação financeira e a integração entre os diferentes sistemas bancários. O BCE passa então a agir com políticas convencionais e não convencionais para responder a crise. O objetivo desse trabalho é de determinar qual foi o papel do BCE na crise financeira e quais fatos conduziram a formação da União Monetária Europeia. As conclusões apontam que o BCE foi o responsável por coordenar as ações contra a crise e ao mesmo tempo também agiu como consultor da Comissão Europeia e dos Estados-Membros na formulação de políticas para combater o choque.

**Palavras Chaves:** Banco Central Europeu, Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, Crise Financeira, Desregulamentação Financeira, União Monetária Europeia.

## ABSTRACT

The idea of European integration began to be developed with the end of World War II. The leaders of the major countries realized that only an economic integration between them would be possible to guarantee the peace and stability of the region. The integration has developed to the stage of Optimum Currency Area, theory created by Robert Mundell in the 60s, which proposed the adoption of a single common currency to a region of countries. The European Monetary Union comes so effectively through the 1992 Maastricht Treaty established a number of convergence criteria for the implementation of the Euro and the determination of the European Central Bank as the institution responsible for conducting monetary policy. When the financial crisis starts in 2007 in the United States and quickly spreads into the EMU due to financial deregulation and integration between the different banking systems. The ECB starts to act with conventional and unconventional policies to fight against the crisis. The aim of this study is to determine what was the role of the ECB in the financial crisis and what events led to the formation of the Economic and Monetary Union of the European Union. The findings indicate that the ECB was responsible for coordinating the actions against the crisis and at the same time also acted as consultant of the European Commission and Member States in formulating policies to combat shock.

**Keywords:** European Central Bank, Theory of the Optimum Currency Areas, Financial Crisis, Financial Deregulation, Monetary European Union.

## LISTA DE TABELAS

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 – Níveis de Integração Regional. . . . .   | 13 |
| Tabela 2. Tratado Constitutivo da Comunidade Europeia. . . . .  | 21 |
| Tabela 3. Ordem Cronológica dos Fatos. . . . .  | 23 |
| Tabela 4. Ordem Cronológica dos Tratados. . . . .   | 29 |
| Tabela 5. Ordem Cronológica de Adesão ao Bloco. . . . .   | 30 |
| Tabela 6. Número de Votos no Council de Cada País. . . . .  | 36 |
| Tabela 7. Percentual da Concessão de Crédito em Relação ao PIB na Zona do Euro. . . . .                                     | 44 |
| Tabela 8. A Variação Percentual do Crédito em Relação ao PIB dentro dos Principais Estados-Membros da Zona do Euro. . . . . | 45 |
| Tabela 9. PIB, Países Seleccionados. . . . .  | 45 |
| Tabela 10. PIB da Zona do Euro, 2007-2010. . . . .  | 51 |
| Tabela 11. Impulso Fiscal e seus Componentes na ZE. . . . .   | 60 |
| Tabela 12. Resultado Primário como Proporção do PIB. . . . .  | 61 |

## LISTA DE GRÁFICOS

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1 – A Curva LL. . . . .                          | 16 |
| Gráfico 2 – A Curva GG. . . . .                          | 17 |
| Gráfico 3 – A Curva de Interseção entre GG e LL. . . . . | 32 |

## LISTA DE FIGURA

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| Figura 1 – Zona do Euro. . . . . | 32 |
|----------------------------------|----|

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Introdução.</b> . . . . .  | <b>10</b> |
| <b>2. A Integração Regional e União Monetária Europeia.</b> . . . . .          | <b>12</b> |
| 2.1. Definições. . . . .   | 12        |
| 2.2. A Teoria das Zonas Monetárias Ótimas. . . . .                             | 14        |
| 2.2.1. Os Custos e Benefícios das Zonas Monetárias Ótimas. . . . .             | 14        |
| 2.3. A Formação da União Europeia. . . . .                                     | 18        |
| 2.3.1. O Contexto Histórico. . . . .   | 18        |
| 2.3.2. Os Principais Acordos e Tratados. . . . .                               | 20        |
| 2.3.2.1. Benelux. . . . .  | 20        |
| 2.3.2.2. A Comunidade Europeia de Carvão e Aço, CECA. . . . .                  | 20        |
| 2.3.2.3. O Tratado de Roma. . . . .  | 21        |
| 2.3.3. O Relatório de Werner até o Sistema Monetário Europeu. . . . .          | 22        |
| 2.3.3.1. O Plano de Dolors. . . . .  | 25        |
| <b>3. O Euro e suas Principais Instituições.</b> . . . . .                     | <b>25</b> |
| 3.1. O Tratado de Maastricht. . . . .  | 25        |
| 3.1.1. O Tratado de Amsterdã. . . . .  | 27        |
| 3.1.2. O Tratado de Nice. . . . .  | 28        |
| 3.1.3. O Tratado de Lisboa. . . . .  | 28        |
| 3.2. O Euro e a Zona do Euro. . . . .  | 30        |
| 3.2.1. A Comissão Europeia. . . . .  | 32        |
| 3.2.2. O Council. . . . .  | 34        |
| 3.2.3. A UME é uma Área Monetária Ótima?. . . . .                              | 37        |
| <b>4. O Banco Central Europeu na Condução de Política Monetária.</b> . . . . . | <b>39</b> |
| 4.1. O Sistema de Banco Centrais e o Banco Central Europeu. . . . .            | 39        |
| 4.2. A Crise Financeira 2007-2009. . . . .                                     | 43        |
| 4.2.1. A desregulamentação Financeira. . . . .                                 | 43        |
| 4.2.2. A Crise Financeira. . . . .   | 46        |
| 4.2.3. A Corrida por Títulos do Governo. . . . .                               | 49        |
| 4.3. A Atuação do Banco Central durante a Crise. . . . .                       | 52        |
| 4.3.1. A Política Monetária Convencional. . . . .                              | 52        |
| 4.3.2. A Política Monetária Não Convencional. . . . .                          | 55        |
| 4.4. O Plano de Recuperação Europeu. . . . .                                   | 57        |
| 4.4.1. O Aspecto Fiscal. . . . .   | 58        |
| <b>5. Conclusão.</b> . . . . .   | <b>64</b> |
| <b>6. Referências.</b> . . . . .   | <b>65</b> |

## 1. INTRODUÇÃO

Essa monografia tem o objetivo de identificar qual foi o papel do Banco Central Europeu durante a crise financeira que se iniciou em 2007 e de apresentar quais os fatos conduziram os países europeus a formação da união monetária.

A União Monetária Europeia é atualmente o bloco com o maior nível de integração do mundo. E foi estruturada para ser uma área monetária ótima, o início do desenvolvimento desse processo visava a integração comercial, a mobilidade dos fatores de produção e a amortização institucional somada a objetivos econômicos comuns. A adoção de uma única moeda para todos os Estados-Membros é algo que jamais foi visto e por isso muitos economistas afirmam que entender as consequências de uma crise financeira em um bloco tão integrado é bastante complexo e faz-se necessário o entendimento de quais regras conduzem esse tipo de união.

A política monetária na Zona do Euro é exercida por um Banco Central único, independente e garantidor da estabilidade dos preços. A política fiscal, por outro lado continua sob responsabilidade individual de cada país. Porém, para que houvesse uma convergência entre os Estados-Membros foi imposta uma série de condições descritas pelo Tratado de Maastricht e pelo Pacto de Estabilidade. A política fiscal determinada por esses documentos não contempla somente a zona do euro e sim toda União Europeia, que por sua vez é acompanhada pela Comissão Europeia. Essa gama de atores somadas ao Council representam as principais instituições da União Monetária Europeia.

A crise financeira mundial que começou com um desequilíbrio no mercado de hipotecas americano logo se mostrou mais profunda do que se previa. Ela se alastrou para o mercado financeiro e colocou em risco a liquidez do sistema bancário do mundo todo. A desregulamentação e a liberalização financeira contribuíram para que os efeitos nefastos da crise atingissem a economia da zona do euro que a partir de então passou a formular políticas monetárias e fiscais de combate a crise, tendo como líderes a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu.

O trabalho é composto por esta introdução e mais três capítulos. O primeiro aborda as definições de integração regional, o que é uma união monetária e a teoria das áreas monetárias ótimas, além de todo o processo legal de formação da União Europeia. O segundo introduz o Euro e também determina quais são as suas principais instituições.

O terceiro mostra como o Banco Central Europeu durante a crise financeira e como a mesma se caracteriza. Por fim as considerações finais.

## 2. A INTEGRAÇÃO REGIONAL E A UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

### 2.1 DEFINIÇÕES

O Processo de integração regional é um processo dinâmico de intensificação em profundidade e abrangência das relações entre atores e que acarreta a criação de novas formas de governança de escopo regional. Por isso o estudo de um processo de Integração Regional nos remete ao estudo das questões políticas, econômicas e principalmente comerciais e financeiras dos países envolvidos nesta questão. É necessário ter uma visão de todo o bloco que estes países formam sua interdependência e também seu objetivo comum. Existem diversas teorias para explicar ou guiar um processo de integração regional, tais como a teoria Realista, Liberal, Construtivista e Funcionalista, mas como podemos ver no processo de integração regional da Europa, em alguns casos, todas as teorias se relacionam e complementam para o entendimento do caso. A teoria da integração constitui uma etapa superior da teoria do desenvolvimento e a política de integração, uma forma avançada de política de desenvolvimento. O “planejamento da integração surge, pois, como a forma mais complexa dessa técnica de coordenação das decisões econômicas.” (Furtado, 2000).

As razões pelas quais os países buscam uma integração regional podem ser listadas abaixo:

- I. Expandir Mercado: A integração aumenta muito à escala de mercado para as empresas que fazem parte do bloco.
- II. Atingir Economias de Escala e Maior Produtividade: A expansão dos mercados no bloco possibilita aos países membros aumentar a escala de operações na produção e comercialização.
- III. Atrair Investimento Direto de Fora do Bloco: As empresas estrangeiras preferem investir naqueles países que fazem parte do bloco, porque eles terão tratamento preferencial para exportação a outros membros.
- IV. Fortalecer a Posição Defensiva e Política: Proporcionar aos países membros uma posição defensiva mais forte em relação a outras nações e regiões mundiais.

Existem alguns níveis de integração regional que podem ser divididos através do grau de comprometimento dessa integração, são eles: Área de Preferências Comerciais,

Área de Livre Comércio (ALC), União Aduaneira (UA), Mercado Comum (MC), União Monetária e União Política.

Tabela 1 – Níveis de Integração Regional

| Nível de Integração   | Área de Livre Comércio | União Aduaneira | Mercado Comum | União Monetária | União Política |
|---|------------------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|
| Os membros concordam em eliminar tarifas e barreiras não tarifárias entre si, porém cada mantém suas próprias restrições comerciais com países não membros. |                        |                 |               |                 |                |
| Tarifas externas comuns.  |                        |                 |               |                 |                |
| Livre movimentação de bens, mão de obra e capital.  |                        |                 |               |                 |                |
| Política monetária unificada por uma autoridade central.  |                        |                 |               |                 |                |
| Todas as políticas por meio de uma organização comum; Desaparecimento da distinção entre as instituições nacionais.   |                        |                 |               |                 |                |

Fonte: Baumann, Canuto e Gonçalves, 2004.

A união monetária caracteriza-se como uma integração na qual há plena mobilidade de fatores de produção entre os países participantes, além de comércio livre entre os mesmos, adoção de barreiras externas comuns e forma-se um mercado único de fatores na região. Somado a adoção de uma moeda única comum, implicando na decisão de abrir mão dos ganhos de “senhoriagem” derivada da emissão de moeda nacional, as autoridades monetárias nacionais perdem a sua função básica – e a política macroeconômica perde graus de liberdade – e são substituídas por um órgão único para toda região. A união monetária força os países membros a manterem um forte grau de convergência das políticas fiscais, tendo em vista que as políticas cambial e monetária passam a ser função do órgão emissor da região, reduzindo a margem de manobra para lidar com disparidades de desempenho ou níveis de renda entre regiões da mesma localidade. (Baumann, Canuto e Gonçalves, 2004)

## **2.2 A TEORIA DAS ZONAS MONETÁRIAS ÓTIMAS**

Robert Mundell propôs a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, AMO, em 1961 e nela abordava os benefícios e perdas de um país pertencer a uma união monetária e consequentemente ter uma moeda comum aos demais. De acordo com o autor a iniciativa poderia ser mais eficiente do que manter uma moeda nacional desde que seguisse algumas regras. A mobilidade do trabalho seria uma condição essencial para o ajuste de desequilíbrios externos e internos, mesmo levando-se em conta a rigidez dos salários nominais. Essa mobilidade seria um fator imprescindível para o alcance do pleno emprego e condição suficiente para repor a taxa de câmbio como instrumento de ajuste. Mundell também defendia a mobilidade total de capitais, um sistema de transferências automáticas entre os países de mesma moeda e um sistema tributário único. Ele conclui que a diminuição dos custos de transação obtidas através da integração monetária inclui também a abdicação do controle total da política fiscal e monetária, impossibilitando que os países façam ajustes usando a taxa de câmbio.

A ideia de uma Área Monetária Ótima implica na mensuração de uma profunda análise dos tomadores de decisão e responsáveis pela política econômica de um país. A Zona do Euro é o exemplo mais imediato que podemos utilizar para descrever a questão, visto que a escolha pertencer a uma AMO resulta na alteração das transações correntes, mobilidades de fatores, nível de investimento e credibilidade do novo órgão que irá comandar a política monetária dessa área. O sucesso e manutenção da AMO depende muito também da consistência e solidez do acordo entre os países, se houver uma desistência de pertencer a mesma deverá ocorrer grande instabilidade. Por outro lado, os ganhos de pertencer a AMO também podem fortalecer as relações entre aqueles países, equivalendo a um poder de barganha perante o resto do mundo.

### **2.2.1 OS CUSTOS E BENEFÍCIOS DE UMA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA**

De acordo com Krugman e Obstfeld, 2010, os custos de fazer parte de uma AMO se dão quase que totalmente na estabilidade econômica, tendo em vista que o país renuncia de sua autonomia na condução da taxa de câmbio e política monetária para estabilizar emprego e produção. A consistência da estabilidade econômica se relaciona ao grau de integração dessa AMO, quanto mais os países forem integrados a esse câmbio fixo menor será o desafio de manter a estabilidade dessas economias.

Supondo que um país sofra um choque há um decréscimo na demanda agregada daquela nação, porém isso não afeta a AMO como um todo quando esse país é

ingressante na zona. Como a moeda está atrelada aos demais ela permanecerá estável, porém, o pleno emprego só será reestabelecido depois de uma queda intensa de salários e preços naquele país. Na situação que o país já é membro há certo período e está bem integrado aos outros, o choque será bem menor. Pois, uma queda dos preços significará uma elevação da competitividade desse país em relação aos outros, logo, a demanda por esses produtos será maior e ele alcançará o pleno emprego mais rápido que o Estado-Membro menos integrado.

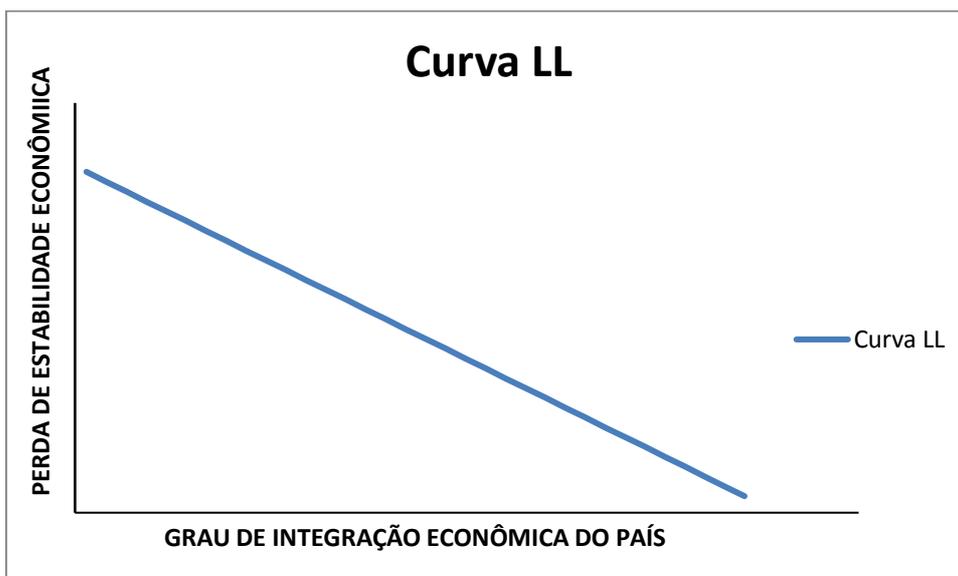
Outro fator a ser abordado é a relação de capital e mercado de trabalho entre a AMO e o país. Quando a integração esta consolidada então o capital doméstico poderá ser usado de forma mais rentável nos outros países da AMO e os trabalhadores poderão empregar-se em outro país com facilidade. Ou seja, a mobilidade de fatores ajuda a reduzir o desemprego. Quando um país recém-integrado ao bloco passa por um aumento de demanda de seus produtos o que irá ocorrer é o deslocamento de trabalhador estrangeiro e movimento de capital para o seu país, funcionando como um ajuste de equilíbrio de demanda que será regularizado com a chegada do capital e trabalho estrangeiro.

A maior integração entre os países da AMO produz consequências mais significativas em países ingressantes como no exemplo no qual um país recém integrado ao bloco atrela sua moeda nacional a moeda da AMO. Essa moeda nacional ficará refém de qualquer choque que ocorrer na moeda comum, portanto, quanto maior for o choque na moeda base maior será o efeito direto na moeda nacional a ela atrelada.

Outra situação que também deve ser mencionada é que quanto maior for a consistência da integração dos países mais elevada será a possibilidade de um mesmo choque ocorrer nessas economias. Logo, quando há uma crise a mesma se espalhará rapidamente entre os países, desvalorizando em conjunto o seu câmbio e refletindo num ganho de competitividade perante o mundo com manutenção da paridade entre os membros. A maior integração implica que a política monetária da AMO será mais eficaz justificando a decisão de abdicar de sua autonomia nacional.

O gráfico abaixo retrata o que foi descrito. O eixo horizontal mede o grau de integração econômica entre um país recém-integrado e a área de taxa de câmbio fixa, enquanto o vertical apresenta a perda de estabilidade econômica do país. A curva LL é negativamente inclinada, indicando que quanto maior o grau de integração com a AMO menor será os custos de perda de estabilidade econômica.

Gráfico 1 – A Curva LL



Fonte: Krugman e Obstfeld (2010); Gráfico elaborado pelo autor.

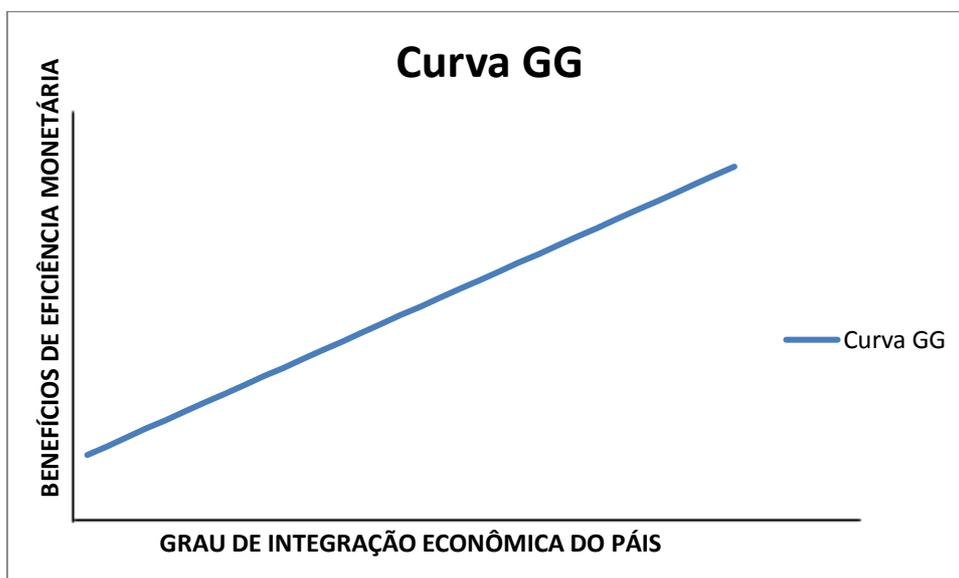
Ainda segundo, Kurgman e Obstfeld, 2010, os benefícios de se pertencer a uma AMO equivalem a diminuição dos custos de transações inerentes ao câmbio flutuante e da especulação. Analogamente aos custos, os ganhos adquiridos pelos países recém integrados ao bloco serão maiores quanto maior for o nível de integração desse país com o restante da AMO. Logo, se o país possuir um comércio fortalecido e se houver mobilidade de trabalho e capital então maior será o bônus desse país através da eficiência monetária. A estabilidade da economia permitirá uma projeção mais acertada das exportações, importações e dos retornos esperados. Além disso, a AMO traz a impossibilidade de inconsistências temporais. Não há como utilizar o mecanismo de expansão monetária para crescimento de curto prazo ao custo de maior inflação no longo prazo. O grande ganho consiste em blindar a autoridade monetária contra o lobby que poderia desvirtuar a mesma de seu objetivo.

Outra vantagem é a de transferência de credibilidade que a AMO proporciona caso ela tenha uma boa estabilidade de preços. A moeda que a ela for atrelada será vista com outros olhos pelo mercado desde que a mesma também mantenha níveis responsáveis inflacionários. E novamente, quanto maior for à integração mais fácil será para que haja essa convergência de preços.

O gráfico abaixo exemplifica o que foi descrito. A curva GG apresenta a relação entre os benefícios de eficiência monetária e o grau de integração de um país recém-

integrado. A curva é positivamente inclinada, pois os ganhos de um país ao fazer parte de uma AMO a medida que ele se torna mais integrado a área.

Gráfico 2 – A Curva GG



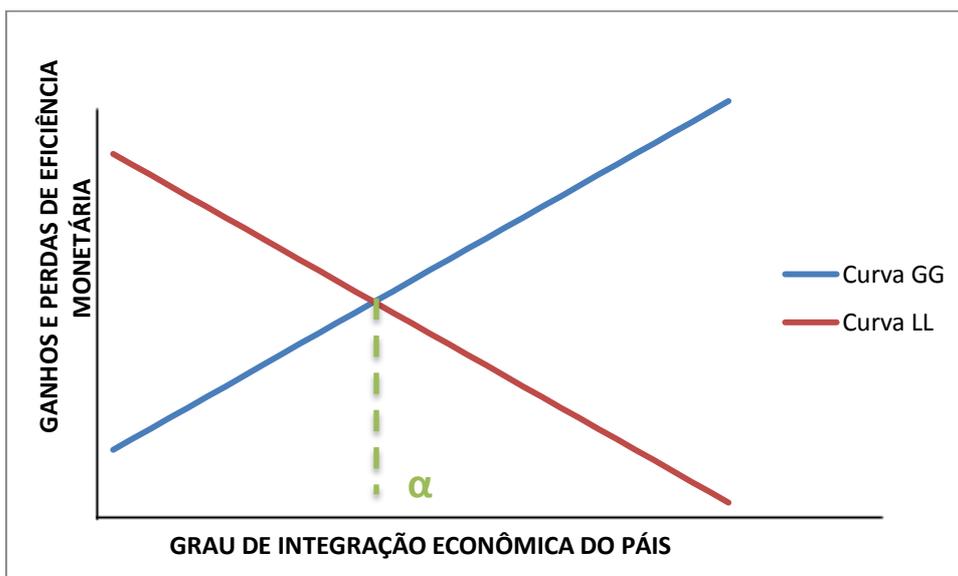
Fonte: Krugman e Obstfeld (2010);

A escolha de como decidir se vale a pena ou não entrar em uma AMO consiste na análise da interseção dos gráficos apresentados. O país deverá optar por entrar na área de câmbio fixo se a sua integração for **maior ou igual a  $\alpha$** . Esse novo gráfico abaixo de interseção das curvas reflete qual é o ponto mínimo que afetaria a decisão do país em participar.

Para níveis  $> \alpha$ ,  $GG > LL$  o ganho de eficiência monetária compensaria a perda de estabilidade e o país deveria entrar na AMO.

Para níveis  $< \alpha$ ,  $GG < LL$ , as perdas causadas pela maior instabilidade da produção e do emprego serão maiores que os ganhos de eficiência monetária, logo, o país deveria recusar a oferta de entrada na AMO.

Gráfico 3 – A Curva de Interseção entre GG e LL.



Fonte: Krugman e Obstfeld (2010)

## 2.3 A FORMAÇÃO DA UNIÃO EUROPEIA

### 2.3.1 O CONTEXTO HISTÓRICO

Após o final da segunda Guerra Mundial, a Europa encontrava-se destruída e apesar de parte dela pertencer ao eixo vencedor era preciso o auxílio dos Estados Unidos como credor internacional. O plano de ajuda responsável pela reconstrução da Europa foi nomeado como **Plano Marshall** e instituído em 1947. Havia a exigência por parte dos Estados Unidos de uma redução de tarifas alfandegárias entre os países que fossem contemplados com o amparo proposto. É diante dessa circunstância que os europeus criaram em 16 de abril de 1948 a **Organização de Cooperação Econômica Europeia, OCEE**, um órgão intergovernamental.

O problema de escassez de recursos na Europa então estaria solucionado através do Plano Marshall. O auxílio financeiro foi de US\$ 13 bilhões e diminuiu os riscos e custos do resgate do crescimento.

No período vigorava o acordo de **Bretton Woods**<sup>1</sup>, que substituiu o antigo **Padrão Ouro**<sup>2</sup>, um sistema de cambio fixo onde o valor relativo de cada moeda era fixado em uma quantidade de ouro. O acordo de Bretton Woods foi acertado com 45 países em

<sup>1</sup> O acordo durou de julho de 1944 a agosto de 1971.

<sup>2</sup> Sistema monetário que vigorou desde o séc XIX até a Segunda Guerra Mundial.

1944 e definiu os parâmetros que a economia mundial tenderia a seguir e beneficiou amplamente os Estados Unidos.

A hegemonia norte americana teve origem na transformação do dólar como moeda referência. Os demais 44 países presentes no acordo deveriam ter suas moedas de origem ligadas ao dólar, podendo variar no máximo 1% para cima ou para baixo. Para que a medida tivesse sustentabilidade, a moeda estaria entrelaçada ao ouro a 35 dólares, proporcionando em teoria que qualquer pessoa dos 45 países de Bretton Woods pudesse converter suas notas de dólares em ouro como o estipulado pelo acordo. Porém, isso não seria viável ainda que com uma emissão de moeda controlada com rigor, como de fato ocorreu, logo, Bretton Woods teve importância significativa na consolidação do dólar como uma moeda mundial.

O novo sistema consistia além de em uma maior flexibilidade do câmbio com a criação de instituições financeiras mundiais que deveriam dar o sustento devido ao acordo, sendo elas: **Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento**, **Banco Mundial**, que funciona como uma agência de crédito, **A Organização Mundial do Comércio, OMC**, uma organização que pretende supervisionar e liberalizar o comércio internacional, e o **Fundo Monetário Internacional, FMI**, para acompanhar as balanças de pagamento dos países e financiar os que passam por uma determinada dificuldade injetando capital na sua economia, entretanto, respeitando aspectos relevantes de disciplina fiscal a serem determinados pelos líderes do órgão.

No ano de 1969 destaca-se a primeira tentativa dos países europeus de vislumbrarem uma integração monetária. Em um importante Conselho Europeu de dezembro de 1969, ocorrido em Haia, por iniciativa de Willy Brandt e George Pompidou a proposta de uma formação de uma União Econômica e Monetária. Em 1970, o documento que ficou conhecido como **Relatório de Werner** sugeriu que ao final da mesma década fosse concluída a implementação de uma união deste formato. Na época, acreditava-se que seria possível o funcionamento da União Econômica e Monetária com taxas de câmbio fixas.

Bretton Woods se sustentou até 1971 e a partir daí evidenciou a fragilidade do dólar. As taxas ajustáveis fixas deveriam, na teoria, consentir flutuações contra o dólar, porém, essas flutuações praticamente não ocorriam. O FMI deveria autorizar a mudança de paridade e a flutuação só seria aprovada caso houvesse um desequilíbrio justificado. Os europeus então evitavam a desvalorização, pois piorava o padrão de

vida. Haja vista o contexto do final da 2ª Guerra Mundial, isso também significaria um empecilho no processo de reconstrução dos países.

Os europeus, descrentes do sistema de Bretton Woods, criaram a **União de Pagamentos Europeia (UPE)**, para complementar o FMI. Os países então reduziram barreiras dentro do continente europeu, facilitando as trocas entre os mesmos. A criação desta instituição evidenciou a falta de confiança e instabilidade de Bretton Woods. Quando os EUA entraram em recessão em 1970, os agentes começaram a especular a desvalorização do dólar e a taxa de desemprego aumentou muito. Entretanto, a moeda só poderia ser desvalorizada se os demais países quisessem valorizar as suas. O que não era viável, pois a valorização seria danosa a essas economias que deixariam seus produtos com valor elevado.

O acordo Smithosiano impôs a desvalorização do dólar e os países viram a inflação aumentar. Como a Europa notou que os Estados Unidos não iriam colocar sua responsabilidade monetária acima de seus interesses internos o dólar perdeu ainda mais a sua força. A partir daí a comunidade europeia passou a pleitear uma posição de maior destaque no sistema monetário mundial e o desejo de construir uma unidade econômica mais significativa com seus países vizinhos. A ideia era a formação de um mercado unificado e para isso era preciso remover barreiras comerciais e a falta de confiança nas taxas de câmbio entre países europeus.

## **2.3.2 OS PRINCIPAIS ACORDOS E TRATADOS**

### **2.3.2.1 BENELUX**

A **Benelux (Belgique, Netherlands, Luxembourg)**, instituição acertada entre Bélgica, Holanda e Luxemburgo, surgiu em 1948 e tinha como objetivo eliminar barreiras alfandegárias e estimular o comércio entre os três países. Foi o antecedente do que viria a ser a **Comunidade Econômica Europeia (CEE)**. (Portal de União Europeia, 2016)

### **2.3.2.2 A COMUNIDADE EUROPEIA DE CARVÃO E AÇO, CECA**

A Comunidade Europeia do Carvão e do Aço representou a primeira vez que os Estados europeus abriram mão de uma parcela de sua soberania em prol dos demais através de uma instituição supranacional, tudo isso ocorreu logo após o Tratado de Paris em 1952.

A CECA colocou em pauta o início das negociações em relação a uma zona de livre comércio, pois tinha como objetivo criar também uma área de livre comércio entre as indústrias de carvão e aço dos países, gerando assim uma maior integração. Esse documento foi assinado pela Itália, Bélgica, Holanda, França, Luxemburgo e Alemanha Ocidental. (Portal da União Europeia, 2016)

### 2.3.2.3 O TRATADO DE ROMA

Como o próprio nome já indica o Tratado foi assinado na cidade de Roma, na Itália em 25 de março de 1957 e participaram desse documento, a Alemanha Ocidental, Holanda, Bélgica, França, Luxemburgo e a Itália. O intuito do acordo era flexibilizar a movimentação de capitais, pessoas, bens e serviços, perseguindo uma integração mais profunda econômica, social e política. (Artis e Lee, 1994) Buscava-se

*“ uma união cada vez mais estreita entre os povos europeus [...] mediante uma ação comum, o progresso econômico e social de seus países, eliminando as barreiras que dividem a Europa”  
(Tratado de Roma, 1957)*

O tratado se dividia em duas composições, sendo:

- 1) Tratado Constitutivo da Comunidade Europeia: Foi acertado com o intuito de melhorar a integração entre os países. Estava previsto a retirada de barreiras/tarifas alfandegárias e a plena mobilidade de fatores. Foi estabelecido então uma União Aduaneira e a Política Agrícola Comum (PAC), proporcionando a livre circulação de produtos entre os membros e a adoção de medidas protecionistas para aumentar a competitividade.

Tabela 2. Tratado Constitutivo da Comunidade Europeia

| ARTIGO    | TÓPICO  |
|-----------|---|
| 1 a 8     | <b>Parte 1: Princípios Básicos</b>              |
|           | <b>Parte 2: Fundamentos da Comunidade</b>       |
| 9 a 37    | Livre Circulação de Bens                        |
| 38 - 47   | Agricultura                                     |
| 48 - 84   | Livre Circulação de Pessoas, Serviços e Capital |
|           | <b>Parte 3: Políticas da Comunidade</b>         |
| 85 - 112  | Regras Comum                                    |
| 103 - 116 | Política Econômica                              |
| 117 - 128 | Política Social                                 |
| 129 - 130 | Banco de Investimento Europeu                   |

131 - 136

**Parte 4: Associação de Países e Territórios Estrangeiros**

**Parte 5: Instituições da Comunidade**

Provisões Governando as Instituições

Provisões Financeiras

**Parte 6: Provisões Gerais e Finais**

137 - 198

199 - 209

210 - 248

Fonte: Artis e Lee, (1994).

- 2) Tratado da Comunidade Europeia de Energia Atômica (CEEa): Criava condições para promover o desenvolvimento de usinas nucleares para garantir uma maior independência energética. O acordo possui menor relevância que a CEE e atualmente é um órgão a parte da União Europeia.

### **2.3.3 O RELATÓRIO DE WERNER ATÉ O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU**

Paul Werner, o primeiro ministro de Luxemburgo propôs que os países europeus repensassem a ideia da criação de uma União Monetária que foi abandonada com o desmoronamento do acordo de Bretton Woods. O relatório previa a implementação da união monetária em um período de 10 anos usando as seguintes etapas:

- 1) Diminuir as bandas de flutuação entre as moedas dos países membros
- 2) Mobilidade completa dos movimentos de capitais
- 3) Consolidação definitiva do câmbio entre as diversas moedas

Werner sugeriu o estabelecimento de um centro de decisão que definiria as futuras políticas econômicas. Porém, diante do 1º Choque do Petróleo os participantes foram forçados a abandonar o relatório que só foi novamente repensado na *European Snake*.

O **acordo Smithosiano** assinado na época de Bretton Woods com o intuito de desvalorizar o dólar fez com que as moedas superassem e muito a banda de 1% estabelecida para baixo ou para cima, as moedas europeias chegaram ao patamar de 9% de variação entre as mesmas. O alto nível de flutuação fez com que os países criassem o *European Snake*. Um acordo que visava trazer as oscilações para o patamar de até 2,25% e foi assinado por Alemanha Ocidental, Bélgica, França, Holanda, Itália, Luxemburgo e Noruega. (Eichengreen, 1998)

Para que o documento tivesse êxito surgiu Fundo Europeu de Cooperação Monetária, FECM, que deveria supervisionar as operações de crédito e também facilitar a

ocorrência do mesmo. Todavia, a *European Snake* não foi suficiente para encerrar os problemas cambiais devido a falta de políticas fiscais e monetária. A ausência de uma autoridade para monitorar os Bancos Centrais foi um fator que pesou para o fracasso, porém, serviu como experiência para o futuro molde do início do Sistema Monetário Europeu e conseqüentemente a União Monetária. (Eichengreen, 1998)

Tabela 3. Ordem Cronológica dos Fatos

| <b>DATA</b>     | <b>FATO</b>  |
|-----------------|--|
| <b>1972</b>     |  |
| 24 de Abril     | Início, participantes: Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Itália, Luxemburgo.                           |
| 1º de Maio      | Reino Unido e Dinamarca entram.  |
| 23 de Maio      | Noruega se torna membra.   |
| 23 de Junho     | Inglaterra sai.  |
| 27 de Junho     | Dinamarca sai.   |
| 10 de Outubro   | Dinamarca volta.   |
| <b>1973</b>     |  |
| 13 de Fevereiro | Itália sai.  |
| 19 de Fevereiro | Fim das intervenções para manter a margem contra o dólar em 1%. Marco Alemão sobe 3%. Suécia se associa. |
| 3 de Abril      | Fundo Cooperativo Monetário Europeu é instituído.  |
| 29 de Junho     | Marco Alemão sobe 5,5%.  |
| 17 de Setembro  | Florim Holandês sobe 5%.   |
| 16 de Novembro  | Coroa Norueguesa sobe 5%.  |
| <b>1974</b>     | França sai.  |
| <b>1975</b>     | França retorna.  |
| 10 de Julho     |  |
| <b>1976</b>     |  |
| 15 de Março     | França sai mais uma vez.   |
| 17 de Outubro   | Coroa Dinamarquesa sobe 6%, Florim Holandês e Franco Belga 2% e Coroa Norueguesa e Sueca valorizam 3%.   |
| <b>1977</b>     |  |
| 1ª de Abril     | Coroa Sueca desvaloriza 6%, Coroa Dinamarquesa e Norueguesa 3%.  |
| 28 de Agosto    | Coroa Dinamarquesa e Norueguesa desvalorizam 5%. Suécia sai.   |

Fonte: Einchengreen (1998)

O sistema era similar a *European Snake*, porém agora existem 12 países<sup>3</sup> membros que atrelam suas respectivas moedas a alemã. O SME se propunha a ser mais eficiente que o antigo sistema de acordo com os seguintes aspectos:

- 1) Criação de um mecanismo que dava crédito de países com moedas mais fortes para os de moedas mais fracas.
- 2) Realinhamento monetário para cobrir a inflação
- 3) Instituição do **Fundo Monetário Europeu** para gerenciar o mercado de câmbio, monetário e criar reservas em ecus<sup>4</sup> que proporcionariam direito especial a saque.
- 4) Mecanismo de Taxa de Câmbio, MTC, no qual as taxas eram fixadas podendo flutuar 4,5% (sendo, 2,25% para mais ou para menos) e até 6% em situações específicas<sup>5</sup>.

Essas medidas foram essenciais para reduzir a frequência das crises e trazer sustentabilidade. Quando os demais países atrelavam suas moedas à alemã eles transferiam credibilidade ao Bundesbank, Banco Central Alemão. A Itália que era um país que detinha tendência à inflação ganhou confiabilidade ao orientar suas decisões de política monetária a Alemanha e os países tiveram sucesso ao longo dos anos 80, o sistema só começou a falhar em 1992. (Comissão Europeia, 2007)

Após a queda do muro de Berlim e a unificação das Alemanhas Ocidental e Oriental as pressões macroeconômicas voltaram a assombrar o continente. Em agosto de 1993, o SME teve que chegar ao teto de flutuação de 15%. Foi somente com o Ato Único Europeu, *Single European Act*, é que finalmente se estabeleceu os meios para o surgimento de uma união monetária. (Comissão Europeia, 2007)

O *Single European Act*, SEA, era um acréscimo ao Tratado de Roma e ocorreu em 1986. O ato removeu o que restava de barreiras comerciais permitindo a livre circulação de capital, trabalho e mercadorias, concluindo assim a formação do mercado único europeu.

---

<sup>3</sup> Componentes do Sistema Monetário Europeu: Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Grécia, Holanda, Inglaterra, Itália, Irlanda, Luxemburgo e Portugal.

<sup>4</sup> Moeda composta que era formada por porcentagens de cada uma das moedas participantes em relação à contribuição de seu respectivo país ao PNB da Comunidade Europeia e às trocas comunitárias.

<sup>5</sup> Em agosto de 1993, como a Europa enfrentava pressão de ataque especulativo, foi autorizado o aumento da banda para 15%.

Em períodos de crise os países do CEE tendiam a fazer políticas protecionistas se esquivando da integração monetária e do mercado comum, o *Single European Act* foi primordial para evitar que isso acontecesse. A proposta foi concluída efetivamente com o Plano Dolors, que se assegurava a plena liberalização dos fluxos de capital e integração econômica. (Comissão Europeia, 2007)

### **2.3.3.1 O PLANO DOLORS**

Em 1998, o presidente da Comissão Europeia, Jaques Dolors, sugeriu a criação da **União Econômica Monetária, UEM**, no qual as moedas nacionais seriam substituídas por uma única moeda comum. A nova moeda seria administrada por um Banco Central europeu que teria o dever de zelar por todos os componentes da CEE. Para que isso ocorresse era preciso três fases:

- 1) Todos os países membros deveriam entrar no Mecanismo de Taxas de Câmbio, MCT.
- 2) As flutuações de câmbio deveriam se estreitar progressivamente e também a política monetária de cada país, onde somente algumas questões seriam controladas.
- 3) Finalmente, as políticas monetárias deveriam ser centralizadas se tornando uma só, comandada pelo Banco Central Europeu através da moeda única. (Comissão Europeia, 2007)

## **3. O EURO E SUAS PRINCIPAIS INSTITUIÇÕES**

### **3.1 O TRATADO DE MAASTRICHT**

O tratado propunha a implementação de medidas de amplo alcance ao Tratado de Roma, para direcionar definitivamente a CEE em direção a União Monetária e fazia uso do segundo estágio do Plano de Dolors.

Maastricht veio em um bom momento porque começava-se a questionar a gestão da Alemanha no Sistema Monetário Europeu, havia uma desconfiança que as políticas adotadas favoreciam o país em vez de contemplar todos os membros. A criação do Banco Central Europeu traria maior representativa para os demais países europeus que agora teriam direito a uma participação direta na tomada de decisões. A introdução de uma moeda comum protegeria essas economias de realinhamentos inerentes ao sistema e a ataques especulativos conforme ocorriam nas taxas fixas (ajustáveis a uma banda)

atreladas ao Marco Alemão. Tendo em vista, que era necessário combinar essas taxas com a liberdade de movimento de capitais, a moeda única parece fazer mais sentido que o sistema anterior. Além de ser um fator essencial para consolidação da integração econômica europeia, o mercado único. (Lane, 2006)

Outro fator relevante que contou pontos a favor da adoção da moeda comum para o continente foi o de rechaçar novos conflitos entre os países e fomentar a cooperação entre os mesmos. Portanto, os benefícios não são exclusivamente econômicos, há também ganhos políticos e diplomáticos. (Lane, 2006)

O Tratado de Maastricht exigia algumas condições de convergência dos países componentes para fazerem parte da União Monetária, sendo eles:

- 1) O índice de inflação do país membro só poderia ser no máximo 1,5 p.p maior que a média dos três países de menor inflação.
  - 2) O país deveria manter-se estável e não era autorizada a desvalorização de sua moeda sem que o próprio Banco Central Europeu o fizesse.
  - 3) O déficit do país não deveria ser superior a 3% do PIB.
  - 4) A dívida pública obrigatoriamente deveria ser menor ou igual a 60% do PIB.
- (IRELA, BID, 1997)

O tratado estipulava também sanções aos países que não obedecessem às regras fiscais estipuladas e não corrigissem dívidas excessivas e déficits que burlavam as condições prévias, ainda que o país já seja membro efetivo do bloco. (Comissão Europeia, 2007)

Em 1997 surgiu o **Pacto de Estabilidade e Crescimento, PEC**, que também abordava a questão fiscal, dessa vez determinando que a meta orçamentária dos países deveria ser de superávit ou equilíbrio. O mecanismo ampliou ainda mais as condições necessárias para fazer parte da UEM e acelerou a exigência de correção de trajetória deficitária dos países na tentativa de blindar a moeda a futuros choques. (Comissão Europeia, 2007)

As economias mais fortes e de inflação controlada, como a Alemanha, procuraram pressionar os demais para seguirem políticas econômicas hiper-responsáveis para que o BCE em situações de instabilidade não fosse obrigado a contrair dívidas governamentais e a ampliar a oferta de moeda gerando inflação. (Lane, 2006)

Onze países conseguiram cumprir os critérios estipulados e se tornaram os membros fundadores do bloco em maio de 1998, sendo eles: Alemanha, Áustria, Bélgica,

Espanha, Finlândia, França, Holanda, Itália, Irlanda, Luxemburgo e Portugal. Alguns países optaram por não pertencer ao bloco como a Dinamarca e o Reino Unido, a Suécia tentou, porém, como nunca foi membro do MTC ela não teve os requisitos obrigatórios. Alguns anos depois a Grécia se junta ao acordo assim como Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Estônia e Malta. (Lane, 2006)

O Tratado de Maastricht também pode ser denominado como Tratado da União Europeia, substituindo o termo Comunidade Europeia por agora **União Europeia** conforme conhecemos. (Comissão Europeia, 2007)

Existem alguns críticos do Tratado de Maastricht que afirmam que ele ignorou as necessidades singulares de cada país e é centralizador em excesso, tirando força de símbolos nacionais. Entretanto, por ser tratar de um acordo que busca justamente a integração da região era de se esperar que os países tivessem que abrir mão de alguns instrumentos em prol de ganhos para comunidade. (Lane, 2006)

Atualmente a União Europeia é composta por 28 países<sup>6</sup> e é o maior e mais avançado bloco econômico do mundo, com quinhentos milhões de pessoas e um PIB que gira em torno de US\$ 14 trilhões de dólares anualmente. (Cavusgil, S. Tamer; Knight, Gary; Riesenberger, John R, 2010).

### **3.1.1 O TRATADO DE AMSTERDÃ**

O **Tratado de Amsterdã** foi assinado em 2 de outubro de 1997 pelos ministros dos Negócios Estrangeiros dos quinze países membros da União Europeia e entrou em vigor em 1º de maio de 1999. O principal objetivo do acordo era o de fazer reformas essenciais na estrutura do EU para que ela pudesse se ampliar e instituir novos participantes. As principais mudanças consistiram na nova numeração dos antigos artigos e na consolidação dos tratados da CEE e EU, aumentando a transparência da tomada de decisões do comitê do bloco. (Portal da União Europeia).

O documento foi um importante adendo ao Tratado de Maastricht, pois inaugurou uma política comunitária de emprego, transferiu para Comunidade Europeia uma parte das

---

<sup>6</sup> Países membros da União Europeia: Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Chipre, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Polônia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Romênia e Suécia.

questões judiciais que antes eram de competência de cada nação, ampliou medidas de aproximação da CE aos seus cidadãos e de cooperação entre os países. O procedimento de co-decisão foi adotado aliado à votação por maioria qualificada. (Portal da União Europeia).

### **3.1.2 O TRATADO DE NICE**

O **Tratado de Nice** foi assinado em 26 de fevereiro de 2001 e entrou em vigor em 11 de fevereiro de 2003. O principal objetivo do termo era o gerar condições para uma reforma as instituições que possibilitasse o funcionamento eficaz da EU com 25 países. A ideia era mudar a composição da Comissão, da ponderação dos votos no Conselho e da ampliação dos casos de votação por maioria qualificada. (União Europeia, 2016). Assemelha-se ao propósito do Tratado de Amsterdã, mas agora traz novas sugestões de como resolver o que não foi bem executado no passado, tornando mais eficaz o sistema jurisdicional e mais simples o recurso de cooperação. (Portal da União Europeia).

### **3.1.3 O TRATADO DE LISBOA**

O **Tratado de Lisboa** foi assinado em 13 de dezembro de 2007 e entrou em vigor em 1º de dezembro de 2009 representando um dos passos mais ambiciosos da CE após a adoção do Euro, pois concede um maior poder ao bloco em detrimento da soberania dos Estados Nacionais. O objetivo principal era deixar a UE mais eficaz e democrática, trazendo maior representatividade na influência do bloco em relação ao resto do mundo. (Portal da União Europeia)

As medidas tomadas foram: a de fortalecimento do Parlamento Europeu, mudança de votação no Conselho, criação dos cargos de Presidente permanente do Conselho Europeu e Alto Representante para os Negócios Estrangeiros, aumento do poder político dos cidadãos e serviço diplomático da EU e a possibilidade de saída do Bloco. O tratado dividiu-se em três competências:

- 1) Da União Europeia.
- 2) Dos países da União Europeia.
- 3) Da UE e dos países membros. (Portal da União Europeia).

Tabela 4. Ordem Cronológica dos Tratados.

| ANO  | FATO  |
|------|---|
| 1951 | O <b>Tratado de Paris</b> é assinado. Marco simbólico de primeira iniciativa de Integração.   |
| 1952 | Formação da <b>Comunidade Européia do Carvão e do Aço</b> em 1952. Os membros são: Alemanha, Bélgica França, Holanda, Itália e Luxemburgo.  |
| 1957 | Assinado o <b>Tratado de Roma</b> . Surge a <b>Comunidade Ecoômica Europeia</b> e a <b>Comunidade de Energia Atômica da Europa</b> . Reforça e consolida a ideia de integração    |
| 1973 | Dinamarca, Inglaterra e Irlanda entram na CE.   |
| 1981 | Grécia entra na CE.   |
| 1986 | Portugal e Espanha entram na CE. O <b>Single European Act</b> é assinado. Removeu o que restava de barreiras comerciais.  |
| 1991 | É assinado o <b>Tratado de Maastricht</b> . Equivale a uma revisão e extensão dos demais atos.  |
| 1993 | Entra em vigor o <b>Tratado de Maastricht</b> após ratificação. Membros: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Itália, Irlanda, Luxemburgo e Portugal. |
| 1997 | <b>Tratado de Amsterdã</b> : instaurando uma nova numeração às disposições, incluindo, em anexo, as respectivas versões consolidadas.   |
| 1999 | O <b>Tratado de Amsterdã</b> entra em vigor.  |
| 2001 | <b>Tratado de Nice</b> : reformas institucionais para melhorar o funcionamento da UE após aumento do número de Estados-membros de 25 para 27.                                     |
| 2003 | O <b>Tratado de Nice</b> entra em vigor.  |
| 2007 | <b>Tratado de Lisboa</b> : adaptar o bloco as evoluções políticas, econômicas e sociais, como também, estabelecer as novas regras para a EU.                                      |

|      |  |
|------|--|
| 2009 | O <b>Tratado de Lisboa</b> entra em vigor. |
| 2013 | Croácia entra no Bloco. 28 Países membros. |

Fonte: Artis, Mike e Lee, Norman (1994) e Portal da União Europeia (2016)

Tabela 5. Ordem Cronológica de Adesão ao Bloco.

| <b>ANO</b> | <b>FATO</b>   |
|------------|---|
| 1958       | Alemanha, Bélgica, França, Itália, Luxemburgo, Holanda.   |
| 1973       | Irlanda, Reino Unido  |
| 1981       | Grécia.   |
| 1986       | Espanha e Portugal  |
| 1995       | Áustria, Finlândia e Suécia.  |
| 2004       | Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Estônia, Hungria, Letônia, Lituânia, Malta, Polônia e República Checa. |
| 2007       | Bulgária e Romênia.   |
| 2013       | Croácia.  |

Fonte: Portal da União Europeia (2016)

### 3.2 O EURO E A ZONA DO EURO

Desde o Relatório de Werner a comunidade europeia começou a articular e a pensar a respeito de uma união monetária, a concretização dessa ideia começou a se tornar mais concreta com o Plano de Dolors seguido pelo Tratado de Maastricht. A implementação da União Monetária Europeia dividiu-se em três fases, cada uma com os objetivos determinados:

- 1ª Fase: (1 de Julho de 1990 - 31 de Dezembro de 1993) - Início da livre circulação de capitais;
- 2ª Fase: (1 de Janeiro de 1994 - 31 de Dezembro de 1998) - Esta etapa é de transição e ajustes das políticas econômicas e monetárias;
- 3ª Fase: (1 de Janeiro de 1999 - 1 de Julho de 2002) - Fixação das taxas de câmbio, entrada em funcionamento Banco Central Europeu, BCE, e introdução da moeda única, o Euro. (Comissão Europeia, 2007)

A adoção do Euro começou como uma moeda virtual de fins contábeis e de pagamentos sem o uso de numerário. Somente em 1º de Janeiro de 2002 que a moeda passou a efetivamente circular.

Não são todos os países da União Europeia que pertencem a Zona do Euro, dos 28 componentes 19 utilizam o Euro como moeda<sup>7</sup>. A participação da Zona do Euro implica na abdicação da política monetária nacional e a transferência dessa responsabilidade para o Banco Central Europeu, ou seja, sob o ponto de vista monetário não há mais economia alemã, grega ou italiana e sim uma única economia do Euro.

A condução das decisões desse bloco de países é composta pela Comissão Europeia, o Council e um Sistema Europeu de Bancos Centrais. Cada instituição possui as seguintes responsabilidades:

- Comissão Europeia: Através do comissário e da Direção-Geral dos Assuntos Econômicos e Financeiros, monitoriza e avalia a situação econômica dos países e elabora recomendações.
- O Council: Compõe a formação para os Assuntos Econômicos e Financeiros, Conselho ECOFIN, onde os ministros da Economia e das Finanças dos países se reúnem para definir orientações gerais de políticas econômicas e deliberar sobre recomendações da Comissão, que também participa das reuniões. Os ministros da zona do euro reúnem-se no Eurogrupo<sup>8</sup>.
- O Sistema Europeu de Banco Centrais: Reúne os bancos centrais de todos os países da UE, o Eurosistema<sup>9</sup> e o BCE. O BCE determina a política monetária com o objetivo claro de manter a estabilidade de preços.

---

<sup>7</sup> Países da Zona do Euro: Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta e Portugal.

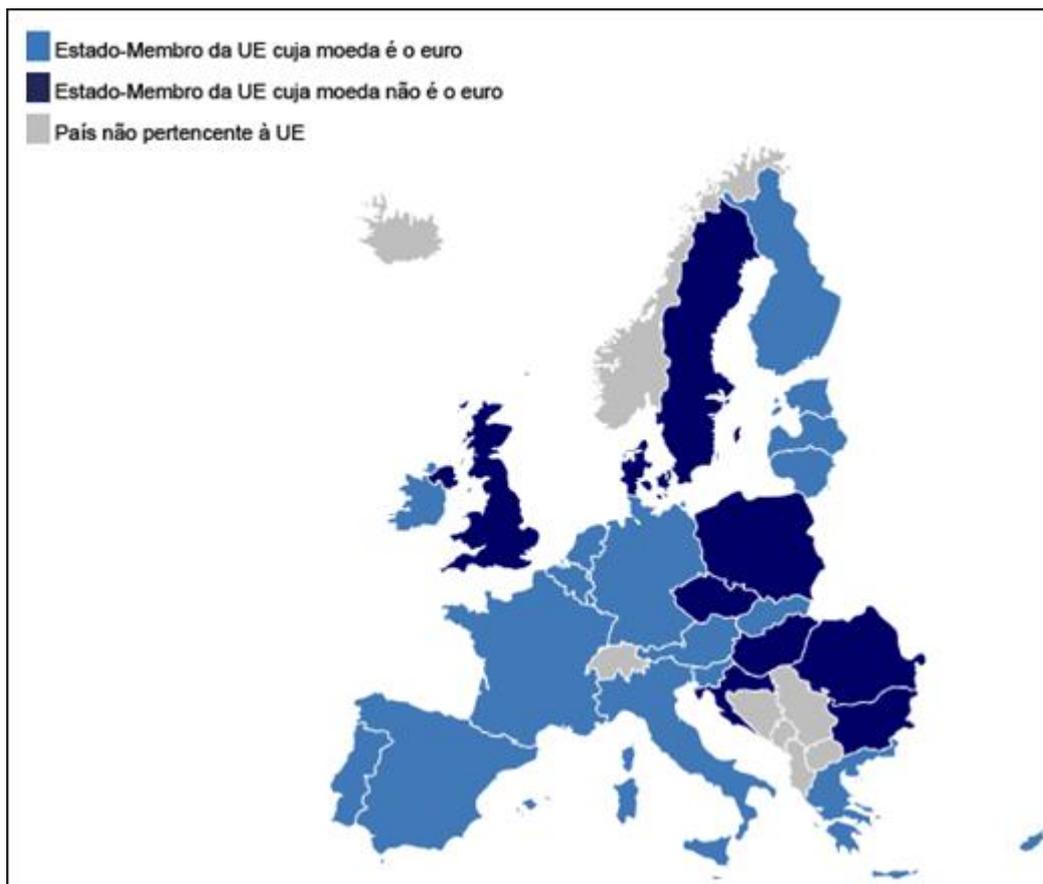
Países que Optaram por Não Adotar o Euro: Dinamarca e Reino Unido.

Países Fora da Zona do Euro: Bulgária, Croácia, Hungria, Polônia, República Checa, Romênia e Suécia.

<sup>8</sup> Um grupo informal no qual participam a Comissão e o BCE.

<sup>9</sup> Constituído pelo BCE e os Bancos Centrais Nacionais que adotaram o Euro.

Figura 1. Zona do Euro



Fonte: Banco Central Europeu (2016).

### 3.2.1 A COMISSÃO EUROPEIA

Em 1957 foi instituída a **Comissão Europeia** através da assinatura do Tratado de Roma pelos países membros, sendo eles: Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Itália e Luxemburgo. A intenção do acordo era a adoção de um mercado comum entre os mesmos que se desenvolveu até tornar-se uma união monetária. A comissão tinha o objetivo de “*ensure the proper functioning and development of the common market*” (Treaty of Rome, 1957).

A Comissão Europeia era o órgão executivo do bloco, responsável por implementar as medidas determinadas pelo Council e pelo Parlamento Europeu, defendendo sempre os interesses de seus membros. As suas atribuições foram descritas no artigo 155 do Tratado de Roma, sendo:

- Assegurar que as disposições do Tratado bem como das medidas tomadas pelas instituições, por força deste.

- Formular recomendações ou pareceres sobre matéria tratada no Tratado, quando este o preveja expressamente ou se a Comissão considera que é necessário.
- Ter o seu próprio poder de decisão e participação na formação dos atos do Conselho e pela Assembleia da maneira prevista no Tratado;
- Exercer os poderes conferidos pelo Conselho para a aplicação das regras estabelecidas por este último.

Observando as atribuições descritas acima percebe que nesse período a parte fiscal não era relevante. É importante frisar que nesse momento, a ideia era de construir uma zona de livre mercado daí a ausência de menção a política monetária comum e a política fiscal.

A comissão então era composta por nove membros e cada nação só poderia ter um representante cada. Esses por sua vez não deveriam ter qualquer ligação com seus governos ou órgãos nacionais, ou seja, agindo defendendo os interesses da comunidade. As decisões eram sancionadas por maioria simples. A rotação entre esses membros da comissão ocorreria a cada quatro anos, sendo que o mesmo indivíduo poderia continuar no cargo caso seu país de origem desejasse. As outras três vagas deveriam pertencer ao presidente e a dois vice-presidentes escolhidos pelos próprios membros com mandato de dois anos<sup>10</sup> e também reeleição.

O modus operandi da instituição acentua o teor de independência estipulado pelo Tratado de Roma, tendo em vista, que a comissão segue o formato de um colegiado, no qual, cada componente se responsabiliza pela área a ele designada. (D'ARCY, 2002)

A Comissão Europeia foi se aperfeiçoando à medida que entraram novos membros e sofreu poucas alterações. Porém, toda vez que houve alguma alteração ela se mostrou bastante relevante para o funcionamento do bloco. A inserção de novos países fez com que ocorresse uma mudança na nomeação dos componentes da Comissão que foram estipuladas pelo Tratado de Amsterdã.

*“The governments of the Member States shall nominate by common accord the person they intend to appoint as a President of Commission; the nomination shall be approved by the European Parliament. The governments of the Member States shall, by common accord with*

---

<sup>10</sup> Atualmente o mandato foi estendido para cinco anos.

*nominee foi President, nominate the persons whom they intend to appoint as Member of the Commission.” (Treat of Amsterdam, 1997)*

A determinação da necessidade do consentimento do Parlamento europeu para validar a nomeação dos componentes da comissão é criticada por diversos autores. A crítica consiste no receio de que a comissão perdesse sua essência que era de perseguir os interesses comuns sem estar atrelada a qualquer órgão governamental que pudesse pressionar ou distorcer suas ações. (D'ARCY, 2002)

A Comissão Europeia possui outras responsabilidades além das já descritas, é ela a responsável pela gestão e implantação do orçamento da EU em conjunto com o Council e o Parlamento Europeu. A comissão manda uma sugestão de orçamento para o Council que acatará ou não após uma votação por maioria qualificada no Parlamento, sendo que o próprio Parlamento pode incluir emendas se obtiver maioria. Caso o Parlamento rejeite o orçamento proposto e peça um novo a Comissão então ele deverá ter dois terços dos votos. É utilizado o mesmo procedimento para execução orçamentária. (D'ARCY, 2002)

O orçamento por sua vez tem como principal finalidade a redistribuição de recursos entre o bloco, considerando que há enorme divergência entre as características socioeconômicas de cada país evidenciando o propósito maior de integração e desenvolvimento da região. Entretanto, D'arcy (2002) afirma que essa solidariedade entre os países ainda é bastante questionável já que apesar do Tratado de Maastricht tentar estipular uma convergência de indicadores a ausência de um órgão comum fiscal sugere que as nações ainda não estão prontas para colocar os interesses da região acima dos nacionais. O orçamento representa apenas 1% do PIB do bloco e pouco pode de fato persistir por uma política fiscal mais efetiva. A comissão portanto, só recebe informações a respeito da situação fiscal dos países e as reporta ao Council que aí sim decide que medidas tomar.

### **3.2.2 O COUNCIL**

O **Council** foi descrito em 1957 no Tratado de Roma e determinado para coordenar as políticas econômicas e ser a instituição de decisão dentro da comunidade. O Council funcionava com um membro de cada país e o presidente do órgão ficava seis no poder. (Treaty of Rome, 1957)

Diferente da Comissão Europeia o Council pode ser interpretado como a organização que toma as decisões econômicas do bloco. Resumidamente a Comissão executa o que o Council e o Parlamento decidem. Essas decisões incluem a coordenação entre as nações e a comunidade, designadas ao **Conselho para Assuntos Econômicos e Financeiros**.

O Council tem uma relação estreita com o outro órgão que forma o tripé das decisões da União Europeia, o Banco Central Europeu. Através de uma votação do Council é que surgem os seis membros permanentes do Banco Central Europeu. Mostrando a relevância significativa da composição do Council para o BCE executar a supervisão da política monetária da região. Essa relação entre os dois órgãos é motivo de críticas a respeito da credibilidade dessas votações e da independência do BCE que esta definida em estatuto. Entretanto, a mesma fica ameaçada pelo processo de construção de seu corpo executivo. (LEVIT e LORD, 2000).

O artigo 148 do Tratado de Roma estipulou como funcionaria o sistema de votação dentro do Council, que deveria ser por maioria simples exceto nas situações que fosse necessário a maioria qualificada. Quando fosse esse o caso então a Alemanha, França e Itália teriam peso quatro. A Bélgica e Holanda teriam peso dois e Luxemburgo peso um. Para que uma proposta fosse aceita o placar obtido deveria ser de doze ou mais. Em casos de ausência de um dos membros a votação seguiria os mesmos critérios de maioria. (Treaty of Rome, 1957) O órgão vigorou de 1974 a 1986 como a principal instituição dentro da comunidade.

O Council ao longo dos anos foi sofrendo modificações principalmente devido a entrada de novos membros na União Europeia e também ao debate de como se dariam os pesos dos votos de cada país de maneira justa e em quais casos era preciso uma maioria qualificada. O *Single European Act* promoveu a primeira mudança mais significativa que consistia sistema de votação que deveria ter maioria qualificada quando o tema fosse: imposto, direitos trabalhistas e a livre circulação de pessoas. Também foi determinado que o Council devesse promover encontros entre os chefes de Estado.

O Tratado de Maastricht consolidou de vez o Council como órgão decisório. Já o Tratado de Amsterdã evidenciou as discussões a respeito do voto e de como se daria representatividade de cada país na instituição que só foi plenamente definido no Tratado de Nice. À medida que novos países entravam no acordo foi necessária uma

reformulação dos pesos. Em 2005 o total de votos seria de 237 sendo que para haver maioria qualificada era necessário 169 votos<sup>11</sup>. Outro fator incorporado foi que caso o número de votos não representasse 62% da população do bloco a votação não seria deferida. Quando houve uma nova leva de países que entraram no bloco a maioria qualificada mudou novamente e em 2014 finalmente se consolidou o processo de votação do Council.

De acordo com o Portal do Conselho da União Europeia, o Council toma as suas decisões por:

- Maioria Simples (15 Estados-Membros)
- Maioria Qualificada (55% dos Estados-Membros)
- Unanimidade

A votação só acontece se a maioria dos membros estiver presente e um componente pode atuar somente em nome de apenas um outro colega. O período para que uma votação seja iniciada é de até oito semanas e a votação é iniciada pelo presidente, porém, desde que haja consentimento da maioria dos componentes ela também pode ser iniciada por outro membro. O resultado deve ser publicado imediatamente após a votação quando o Council atua como legislador.

Os casos de maioria qualificada, também conhecido como “dulpa maioria”, devem obedecer duas condições:

- 55% dos Países votam a favor (16 dos 28 Estados-Membros)
- A resolução tem a aprovação de no mínimo 65% da população total da União Europeia.

Os países podem solicitar que seja aceita a regra anterior de maioria qualificada até 31 de março de 2017. Nessa regra, cada Estado-Membro detém um determinado número de votos conforme estabelecidos nos decretos anteriormente descritos com o total de 352 votos distribuídos de acordo com a tabela seguinte:

Tabela 6. Número de Votos no Council de Cada País.

| País        | Nº de Votos | País      | Nº de Votos |
|-------------|-------------|-----------|-------------|
| Alemanha    | 29          | Bulgária  | 10          |
| França      | 29          | Suécia    | 10          |
| Itália      | 29          | Croácia   | 7           |
| Reino Unido | 29          | Dinamarca | 7           |

<sup>11</sup> Até o período a União Europeia contava com 15 países.

|                 |    |            |   |
|-----------------|----|------------|---|
| Polônia         | 27 | Eslováquia | 7 |
| Espanha         | 27 | Finlândia  | 7 |
| Romênia         | 14 | Irlanda    | 7 |
| Holanda         | 13 | Lituânia   | 7 |
| Bélgica         | 12 | Chipre     | 4 |
| Grécia          | 12 | Eslovênia  | 4 |
| Hungria         | 12 | Estônia    | 4 |
| Portugal        | 12 | Letônia    | 4 |
| República Checa | 12 | Luxemburgo | 4 |
| Áustria         | 10 | Malta      | 3 |

Fonte: Portal do Conselho da União Europeia

### 3.2.3 A UME É UMA ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA?

De acordo com Robert Mundell, para que a adoção de uma única moeda para um grupo de diferentes países seja bem sucedida ela deve obedecer cinco critérios, sendo eles: só é considerada a questão da moeda comum quando há uma elevada integração econômico graças ao livre comércio e fluxo irrestrito de capital, um alto grau de mobilidade dos trabalhadores, de preços e flexibilidade de salários, um mecanismo de transferências automáticas dos estados-membros mais sólidos para os menos, e que também seja suficientemente sincronizado com os ciclos de negócios dessa área monetária ótima. Todos esses aspectos são fundamentais para que os ajustamentos do mercado reflitam as políticas de estabilização macroeconômicas. (Guttman, Plihon, 2014)

Ainda segundo Mundell, existiria um “*impossible triangle*” entre a livre mobilidade de capitais, as taxas de câmbio fixas e a política monetária autônoma, logo, um desses fatores deveria ser abdicado. No exemplo da União Monetária Europeia, como primeiro foi introduzido a liberalização dos movimentos de capitais após a determinação de taxas cambiais fixas no Sistema Monetário Europeu e depois no *Single European Act*, a decisão pela implementação da moeda única tornou-se necessária para resolver a questão e viável. (Guttman, Plihon, 2014).

A teoria de Mundell, leva em consideração também a perspectiva de que os mercados se ajustam automaticamente a um equilíbrio sustentável entre oferta e demanda. Porém, existe a necessidade de ferramentas de ajustes tendo em vista que a união monetária privou os países de usarem as taxas de câmbio ou de juros para realizar esses ajustes. Quando há um choque a viabilidade da área monetária ótima é efetivamente testada, se esse choque incidir sob diferentes partes do sistema então os

desafios de conduzir essas políticas serão muito mais desafiadores como os vistos na crise financeira. (Guttman, Plihon, 2014).

A primeira coisa que todos sabiam a respeito da zona do euro era que os países que participam da união monetária não eram irmãos ou similares. No momento da adesão tiveram diferenças estruturais significativas (em termos de, por exemplo, seus graus de instituições de desenvolvimento, de especialização e de mercado de trabalho) e também diferentes históricos macroeconômicos, nomeadamente em função da inflação e do regime de taxas de câmbio. (Pisani-Ferry, 2013). Há ainda aspectos culturais muito relevantes a serem considerados, os países que compõe a UME detêm manifestações artísticas, sociais, linguísticas e comportamentais muito distintas. Ainda que o **Acordo Schengen**, tenha sido imposto para facilitar a mobilidade de pessoas ele não consegue anular as demais características sociais de cada país que equivalem a uma barreira nessa mobilidade. O que confirma o argumento de que a União Monetária Europeia não é uma Área Monetária Ótima conforme Mundell descreveu acima.

Outro aspecto que limita a viabilidade da UME é o tamanho do seu orçamento, de apenas 1% do PIB da União Europeia. As políticas estruturais e regionais como meio de transferência dos fundos dos países mais ricos para o mais pobres são relevantes, porém ainda persiste uma falta de solidariedade entre os países e nota-se o estágio pouco desenvolvido de políticas fiscais do bloco, não há uma entidade supranacional como o Banco Central que concentra as decisões monetárias.

O viés da influencia alemã na formulação do bloco se dá além da exclusividade da manutenção da estabilidade de preços por parte do Banco Central, ela também incide na mercantilização da economia, ou seja, no crescimento liderado pelas exportações. O que beneficia amplamente as economias competitivas da região que possuem amplo superávit comercial, alta taxa de poupança e disciplina fiscal. A crítica que alguns especialistas fazem a respeito dessa interferência alemã é que ela pressiona as demais economias com tendências deficitárias principalmente na periferia da região, Irlanda, Portugal, Espanha, Itália e Grécia são caracterizadas por alto consumo, grandes déficits orçamentário, déficit comercial e maior inflação. A França e o Reino Unido só não são prejudicados, pois são tão competitivos quanto as economias mais fortes e de grande disciplina.

## 4. O BANCO CENTRAL EUROPEU NA CONDUÇÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL

### 4.1 O SISTEMA DE BANCO CENTRAIS E O BANCO CENTRAL EUROPEU

A proposta de adoção de uma única moeda para toda a comunidade europeia foi certamente a ideia mais ousada dentro do processo de integração da região. A partir do momento que fosse criada a União Monetária, todos os participantes deveriam abrir mão da sua moeda nacional em razão do Euro. Além disso, a decisão também implica no ato de privar o Estado-Membro de conduzir sua instituição política cambial. A coordenação dessa política seria transferida para um órgão supranacional que deveria zelar pelo bem comum, o Banco Central Europeu.

O Tratado de Maastricht representa esse grande passo dado no grau de integração da comunidade europeia e descreve detalhadamente o que seria o Sistema Europeu de Bancos Centrais, quais são as finalidades que a autoridade monetária obrigatoriamente deve perseguir e seu estatuto em anexo. O seguinte trecho mostra no artigo 4 como ele foi explicitado.

*“A European System of Central Banks, ESCB, and a European Central Bank, ECB, shall be established in accordance with the procedure laid down in this Treaty; they shall act within the limits of the powers conferred upon them by this Treaty and by the Statute of the ESCB and of the ECB annexed thereto.” (The Maastricht Treaty, 1992)*

Ainda no Tratado há a determinação de como seria a composição desse sistema de bancos centrais:

*“In accordance with Article 106 (1) of this Treaty, the ESCB shall be composed of the ECB and of the Central Banks of the Member States (“National Central Banks”). The Institut monétaire luxembourgeois Will be the central bank of Luxembourg.” (The Maastricht Treaty, 1992)*

Discriminada a composição do Sistema Europeu de Bancos Centrais, como todos os bancos centrais nacionais de todos os membros da UE e o Banco Central Europeu.

Apenas os bancos centrais que participam da zona do euro logicamente tem representação no órgão supranacional, que dividi-se em:

- *Governing Council*: Composto pelos presidentes de cada Banco Central Nacional e os membros do *Executive Board*.
- *Executive Board*: Composto pelo Presidente e Vice-Presidente do BCE e mais quatro membros eleitos sem possibilidade de reeleição e mandato de oito meses. O seu objetivo é o de acatar o que o *Governing Council* decidir e executar a política monetária pensada. (Levitt e Lord, 2000).

A finalidade do *Governing Council* é sobreposta pela atuação dos presidentes dos bancos centrais nacionais e conforme mais países adotam o Euro mais o objetivo é posto de lado, explicitando a ausência de homogeneidade entre os bancos centrais nacionais e o corpo executivo do BCE. A questão entra ainda mais evidencia quando nos deparamos com o monitoramento do sistema financeiro. Pelo Tratado de Maastricht a responsabilidade é dos bancos centrais nacionais ou de órgãos feitos para isso, o problema é que o descuido ou conivência com qualquer desconformidade não afeta somente aquele Estado-Membro, mas sim todo o sistema. (Levitt e Lord, 2000); (Pollard, 2003).

Levitt e Lord, 2000, descreve a grande contradição deste aspecto institucional que em situações de crise como a financeira de 2008 destaca a necessidade de uma autoridade supranacional que supervisione o sistema, segue o trecho:

*“[...] the responsibility for crises of liquidity when the entire banking system of a particular country comes under stress, for example following a run on a particular bank which cannot meet its immediate obligations to counterparties. Under previous arrangements, national central Banks preserved systemic stability by injecting liquidity into the system. Under MEU, however, it is the ESCB which is responsible for managing the liquidity of the euro area as a whole. By its very nature the threat of a systemic liquidity crises requires immediate response from authorities. But there is no explicit or formal mechanism under the statute of the ESCB for handling such an eventuality.”*

Aglietta, 2004, tem opinião similar em relação ao mesmo tópico e corrobora com as seguintes afirmações:

*“[...] correlativamente, a supervisão das instituições financeiras, o monitoramento da liquidez de mercados e a política monetária não podem ser separados. Há, pois duas questões relacionadas. Por um lado, o papel dos bancos centrais nacionais na supervisão por causa das implicações sistêmicas, ainda que elas não sejam diretamente responsáveis pelos aspectos microeconômicos do sistema bancário. Por outro lado, a qualidade da cooperação entre os bancos centrais dentro do Sistema Europeu de Bancos Centrais, SEBC, para evitar crises de mercado cuja propagação pode-se estender ao conjunto da zona do euro. (...) o segundo aspecto é mais preocupante. A cooperação multilateral na Europa é muito fraca. Os banqueiros centrais nacionais têm um espírito chauvinista. Desejosos de conservar seu espaço, eles pleiteiam para que as responsabilidades de prestador em última instância sejam estritamente descentralizadas e mantidas fora do SEBC.”*

O estabelecimento do Banco Central Europeu contou desde o princípio com um importante aliado, a Alemanha, detentora de grande poderio sobre a região o país sempre apoiou a criação da instituição desde que ela tivesse como principal objetivo a estabilidade dos preços. A hiperinflação assombrou o país nos anos 20 e o Bundesbank sempre tratou a questão como prioridade máxima. Para o controle da inflação ser efetivo na Zona do Euro, foi determinado a total independência das instituições responsáveis que deveriam tomar decisões a favor do bloco sempre. O artigo 107 do Tratado de Maastricht se refere exclusivamente sobre esse aspecto.

*“When exercising the Power and carrying out the tasks and the duties conferred upon them by this Treaty and Statue os ESCB, neither the ECB, nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from any government of a Member State undertake to respect this principle and not to seek to influence the members of the decision-making bodies of the ECB or of the national central Banks in the performance of their tasks.”*

Ainda que o Banco Central Europeu seja um órgão independente dos outros ele deve prestar contas ao Council, a Comissão Europeia e o Conselho para Assuntos Econômicos e Financeiros, ECOFIN, além de claro ao Parlamento Europeu. O documento enviado deve descrever todas as decisões e as justificativas respectivas para

a execução dessas medidas, o fato da obrigação desse relatório existir é motivo de questionamento a respeito da real independência do BCE. (Levitt e Lord, 2000).

A política monetária do BCE tem como objetivo principal a estabilidade dos preços conforme já foi previamente explicitada, entretanto, o seguinte trecho do Tratado de Maastricht mostra que a estratégia impacta outros fatores dessas economias.

*“The primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community as laid down in Article 2. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 3a.” (Maastricht Treaty, Art 105)*

A inflação aceita pela comunidade era de não mais que 2% do Índice Harmonizado de Preços aos Consumidores que foi definido pelo Governing Council. Outro fator relevante na condução da política econômica é que a expansão/contração monetária também seria um mecanismo de controle das oscilações. Levando em conta esses aspectos a política monetária poderia ser desviada de sua trajetória normal para corrigir a inflação. (Levitt e Lord, 2000); (Scheller, 2006).

Portanto, para atingir a sua finalidade<sup>12</sup> a autoridade monetária deve restringir a expansão monetária, podendo diminuir a liquidez no mercado ou aumentando o custo na concessão de créditos, elevação da taxa de juros. Para realizar essas proposições, além dos instrumentos de *minimum reserve requirement*<sup>13</sup> e *open market*<sup>14</sup> o BCE poderia fazer uso dos seguintes mecanismos:

- Marginal Lending Facility: Liquidez bancária overnight com uma taxa de juros pré-estabelecida com contrapartida de ativos.
- Standing Facilities: Fornecimento ou absorção da liquidez diária do sistema.

---

<sup>12</sup> O principal objetivo do BCE é o controle de preços.

<sup>13</sup> Reservas mínimas são estabelecidas pelos bancos centrais, a fim de assegurar que as instituições financeiras serão capazes de honrar seus clientes com dinheiro em caixa mediante a solicitação.

<sup>14</sup> É um sistema econômico sem barreiras para atividade do livre mercado.

- Deposit Facility: Duas instituições podem fazer depósitos de uma noite pagando taxa de juros pré-determinada. (Levitt e Lord, 2000); (Issing et al, 2001).

## **4.2 A CRISE FINANCEIRA NA ZONA DO EURO, 2007-2009**

### **4.2.1 A DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA**

No segundo semestre de 2007 começou a se perceber o surgimento da crise financeira mundial que teve como país foco os Estados Unidos, a maior economia do mundo, o que fez com que ela rapidamente se dissipasse para as demais regiões e fosse considerada a mais profunda e relevante após a Crise de 1929, Grande Depressão.

É bastante comum que se associe a rapidez com que a crise assolou o mundo com a globalização e a liberalização dos mercados financeiros, porém em 1929 o mundo não era tão integrado e nem os mercados financeiros eram tão desenvolvidos como os de hoje e os efeitos da Grande Depressão foram igualmente prejudiciais as nações ou piores que a da crise financeira em questão. Talvez seja importante mencionar que a inserção da internet e de inovações tecnológicas não devem ser desprezadas como um mecanismo catalisador da transmissão dos efeitos da crise. Outro fator que explica a velocidade das consequências é a liberalização e desregulamentação das finanças mundiais ocorridas principalmente nos últimos 25 anos.

A liberalização das finanças mundiais é fundamentada no *mainstream* do pensamento econômico de que o mercado se autorregularia evitando crises. Porém, esse processo não se sustentará caso haja ausência de uma supervisão e regulamentação coerente para evitar choques alheios ao grande volume de fluxo de capitais. Ou seja, os sistemas financeiros do mundo não conseguem arcar com os aumentos substanciais de fluxos financeiros. Tendo em vista, essa onda liberal e desreguladora os mercados criaram novos “produtos” com a finalidade de expandir ainda mais seus lucros. A falta de regulamentação consistente permitiu que muitas instituições financeiras operassem a margem do sistema legal, o chamado *Shadow Banking*. Ademais, diversas instituições aumentaram a sua alavancagem e não respeitaram os acordos de Basileia<sup>15</sup> que facilitou a crise. (Claessens et al, 2010).

---

<sup>15</sup> Acordo firmado em 1988, na Suíça, teve como objetivo criar exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito. O Acordo Basileia I, não foi suficiente para blindar os riscos e foi preciso do Basileia II, que fixou-se em três pilares e estabeleceu 25 princípios básicos sobre contabilidade e supervisão bancária.

A desregulamentação financeira acarreta uma gama considerável de problemas como a assimetria de informações na concessão de créditos. Normalmente, um boom no número de empréstimos acontece quando uma economia detém indicadores econômicos sólidos e um crescimento do PIB favorável, pois nessas situações é muito provável que os empréstimos sejam honrados. Na busca de aumentar o portfólio de produtos oferecidos, os banqueiros tendem a ter dificuldade de identificar quem são os bons pagadores e acabam por elevar a exposição dos seus ativos. A disputa por maior número de clientes faz que essas instituições afrouxem as condições de concessão de crédito o que gera uma redução de informações coerentes a respeito da capacidade de pagamento daqueles clientes. (Gavin e Hausmann, 1998).

Na Zona do Euro não foi diferente do que Gavin e Hausmann identificaram, houve um crescimento significativo na concessão de créditos justificado por essa desregulamentação. A tabela 6 exemplifica a concessão de crédito em relação ao PIB dos países europeus.

Tabela 7. Percentual da Concessão de Crédito em Relação ao PIB na Zona do Euro.

| ANO  | % Crédito/PIB |
|------|---------------|
| 2004 | 110,7%        |
| 2005 | 117,1%        |
| 2006 | 124,1%        |
| 2007 | 133,8%        |
| 2008 | 140,0%        |
| 2009 | 145,9%        |

Fonte: Banco Central Europeu

A análise dos dados de crédito quando observados individualmente cada país<sup>16</sup> permite concluir que, na, as maiores altas, ocorreram na maior parte dos países que experimentaram grandes booms de crescimento nos anos que antecederam a crise<sup>17</sup> com baixas de taxa de juros vigentes. As tabelas 7 e 8 exemplificam o argumento.

---

<sup>16</sup> Foram selecionados os principais países da Zona do Euro, não compreende todos os Estados-Membros.

<sup>17</sup> Exceto por Luxemburgo.

Tabela 8. A Variação Percentual do Crédito em Relação ao PIB dentro dos Principais Estados-Membros da Zona do Euro.

| País       | $\Delta$ 2005/2004 | $\Delta$ 2006/2007 | $\Delta$ 2007/2006 | $\Delta$ 2008/2007 | $\Delta$ 2009/2007 | Média (2004-2009) |
|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| Espanha    | 11,0%              | 7,8%               | 4,0%               | 1,0%               | 2,2%               | 5,2%              |
| Irlanda    | 10,6%              | 5,5%               | 2,9%               | -0,6%              | 6,0%               | 4,9%              |
| Portugal   | 4,0%               | 6,8%               | 3,8%               | 1,8%               | 5,3%               | 4,3%              |
| Finlândia  | 4,4%               | 3,2%               | 1,1%               | 2,4%               | 6,8%               | 3,6%              |
| Grécia     | 5,8%               | 4,5%               | 3,4%               | -1,0%              | 0,7%               | 2,7%              |
| França     | 2,7%               | 2,7%               | 2,4%               | 1,3%               | 2,5%               | 2,3%              |
| Itália     | 2,2%               | 1,6%               | 1,0%               | -0,1%              | 2,7%               | 1,5%              |
| Áustria    | 4,6%               | -0,6%              | 0,0%               | 0,8%               | 1,5%               | 1,3%              |
| Holanda    | 2,3%               | -1,2%              | -3,2%              | -3,7%              | 3,2%               | -0,5%             |
| Luxemburgo | -3,4%              | -6,2%              | -0,8%              | -2,9%              | 8,0%               | -1,0%             |
| Bélgica    | 3,8%               | 2,3%               | 0,0%               | -9,1%              | -2,5%              | -1,1%             |
| Alemanha   | -0,8%              | -2,3%              | -3,4%              | -2,0%              | 2,2%               | -1,3%             |

Fonte: Banco Central Europeu

Tabela 9. PIB, Países Seleccionados.

| País       | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Média 2000-2007 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------|
| Irlanda    | 5,8  | 5,9  | 3,8  | 4,4  | 6,3  | 6,3  | 5,5  | 5,5             |
| Luxemburgo | 2,2  | 3,6  | 1,4  | 4,4  | 3,2  | 5,1  | 8,4  | 4,0             |
| Grécia     | 3,8  | 3,9  | 5,8  | 5,1  | 0,6  | 5,7  | 3,3  | 4,0             |
| Espanha    | 4,0  | 2,9  | 3,2  | 3,2  | 3,7  | 4,2  | 3,8  | 3,6             |
| Finlândia  | 2,6  | 1,7  | 2,0  | 3,9  | 2,8  | 4,1  | 5,2  | 3,2             |
| Áustria    | 1,4  | 1,7  | 0,8  | 2,7  | 2,1  | 3,4  | 3,6  | 2,2             |
| Bélgica    | 0,8  | 1,8  | 0,8  | 3,6  | 2,1  | 2,5  | 3,4  | 2,1             |
| Holada     | 2,1  | 0,1  | 0,3  | 2,0  | 2,2  | 3,5  | 3,7  | 2,0             |
| França     | 2,0  | 1,1  | 0,8  | 2,8  | 1,6  | 2,4  | 2,4  | 1,9             |
| Alemanha   | 1,7  | 0,0  | -0,7 | 1,2  | 0,7  | 3,7  | 3,3  | 1,4             |
| Portugal   | 1,9  | 0,8  | -0,9 | 1,8  | 0,8  | 1,6  | 2,5  | 1,2             |
| Itália     | 1,8  | 0,3  | 0,2  | 1,6  | 0,9  | 2,0  | 1,5  | 1,2             |

Fonte: Banco Central Europeu

As bolhas especulativas foram favorecidas pelo grande volume de fluxos de capitais que procuravam o maior lucro. Os agentes que optam por essa modalidade, especulação financeira, atuam majoritariamente no mercado imobiliário, pois segundo os mesmos esses bens não tem perda de valor. (Roubini e Mihm, 2010).

A crise financeira de 2007 foi causada em boa parte justamente pela especulação no mercado imobiliário e acionário americano. As ligações financeiras e a integração dos bancos a esses mercados fez com que esse desequilíbrio no setor imobiliário americano

afetasse o sistema de crédito e bancário da Zona do Euro. De acordo com Rogoff e Reinhart, 2010, é possível identificar que os valores dos imóveis e da bolsa cresceram significativamente nos anos prévios a crise e no ano do choque há uma forte queda.

#### **4.2.2 A CRISE FINANCEIRA**

A crise financeira mundial se originou no desequilíbrio do mercado de hipotecas dos Estados Unidos e logo se dissipou pelo restante do mundo, causando pânico em todas as economias. As consequências foram aumento do desemprego e queda na produção industrial e no crescimento econômico. A União Monetária Europeia não passou ileso pela turbulência, a heterogeneidade dos países membros fez com que algumas nações tivessem perdas mais intensas que outras e que os diferentes problemas acarretados pela crise incidiram de maneira distinta também nas mesmas.

De acordo com o relatório do BIS, 2009, a crise pode ser descrita em cinco etapas, sendo elas:

- Etapa I: Entre junho de 2007 e março de 2008. Período no qual iniciaram os problemas no mercado hipotecário americano.
- Etapa II: Entre março e setembro de 2008. A crise chega ao sistema bancário e aumenta a percepção de insolvência.
- Etapa III: 15 de Setembro de 2008. Falência do Lehman Brothers, fase mais aguda.
- Etapa IV: Entre outubro de 2008 e março de 2009. A confiança dos agentes é drasticamente reduzida e os países tentam intervir para diminuir a especulação. As intervenções não tiveram sucesso e a perspectiva geral ainda era de pânico e pessimismo em relação a economia.
- Etapa V: Após março de 2009. Finalmente os agentes e governos começam a enxergar uma perspectiva mais favorável, apesar de os indicadores macroeconômicos continuarem abaixo do seu estado normal.

A primeira etapa pode ser considerada como quase exclusivamente pertencente aos Estados Unidos, pois as perdas ocorreram no seu mercado de hipotecas sub-prime, um mercado volátil e financiado com taxas de juros de curto prazo. A consequência do caso fez com que o mercado de curto prazo interrompesse os empréstimos, usando o processo da intermediação financeira. (BIS, 2009).

O argumento exposto de que a liberalização e desregulamentação financeira abre espaço para desequilíbrio na economia é corroborado com a percepção de que a crise de hipotecas poderia afetar também as economias europeias. A demonstração é o fato do banco francês BNP Paribas em agosto de 2007 suspender os saques de seus três fundos, pois já desconfiava que o problema de liquidez houvesse chegado a Europa e que os créditos fornecidos pelos Estados Unidos não fossem totalmente seguros. (Krugman, 2009).

O questionamento a respeito da solidez dos créditos americanos do mercado hipotecário de sub-prime resultou em preocupação a respeito do *asset-backed commercial paper*<sup>18</sup>, ABCP, que o utilizavam para financiar dívidas colaterais. Sendo assim, os bancos logo começaram a diminuir a quantidade desses ativos nos seus balancetes.

*“Several large European Banks found themselves exposed to the shock either directly as holder of ABCP or indirectly through conduits and structured investment vehicles with similar holdings that had ensured open credit lines with Banks. The ABCP market came to a sudden stop and forced exposed Banks to step in with funding, causing a liquidity squeeze in the global Money market through the interbank market. Concerns that conduits would have to draw further on Banks with they had open credit lines and, in some cases, be forced to sell assets in a declining market followed.” (FMI, 2007).*

A atuação multinacional dos bancos no sistema financeiro concede a possibilidade de um banco possuir ativos de diversos países, o que traz um efeito em cadeia caso haja alguma desconfiança. O banco inglês Northern Rock foi nacionalizado a um custo de 88 bilhões de libras esterlinas justamente por causa de situações como a descrita. Até mesmo países de pouca importância no sistema financeiro sofreram com a crise, um exemplo é o banco islandês Landsbanki que faliu no período e acarretou na quebra total do sistema bancário do país. (Furceri e Mourougane, 2009); (Comissão Europeia, 2009).

---

<sup>18</sup> Asset-Backed Commercial Paper é um veículo de investimento de curto prazo com maturidade típica de 90 a 180 dias. É garantido normalmente por um banco ou outra instituição financeira. As notas são apoiadas por ativos físicos, tais como contas a receber, e são geralmente utilizados para as necessidades de financiamento de curto prazo.

O ápice da primeira etapa da crise foi quando a restrição de liquidez no mercado atingiu o banco de investimento americano Bear Sterns em março de 2008. Como o banco não tinha capacidade de honrar seus compromissos o governo norte-americano intermediou uma ajuda e ele foi adquirido pelo J.P Morgan por 29 bilhões de dólares. A falência do Bear Sterns ligou o alerta dos agentes que o problema era muito além das hipotecas, entretanto, ainda não se considerava que o choque se tornaria sistêmico. A percepção de que outras economias seriam atingidas veio mais adiante e esse quadro pressionava os balanços dos bancos e os temores de que os planos de re-capitalização dos bancos não se sustentariam. O problema de liquidez não era o que mais assustava os agentes no momento e sim a solvência de instituições muito alavancadas. Aliado a tudo isso, as agências de mercado secundário de hipotecas dos EUA, Fannie Mae e Freddy Mac, tiveram que ser absorvidas pelo governo. (BIS, 2009).

Nesse período muitas instituições financeiras relevantes tiveram ajuda do governo, outras se salvaram por manobras e ajuda pública, outras foram incorporadas a instituições mais fortes. A Goldman Sachs e o Morgan Stanley se tornaram holdings bancárias em troca de aceitarem uma supervisão mais intensa. E o Merrill Lynch foi comprado pelo Bank of America para evitar a sua falência. (Roubini e Mihm, 2010).

Quando tudo parecia voltar a se acalmar, ocorre a requisição de proteção contra falência do Lehman Brothers, no dia 15 de setembro de 2008, um pouco mais de uma semana depois do resgate da Fannie Mae e Freddy Mac. A crise entra em sua terceira fase e também a de maior perda e temor do sistema financeiro. A publicação do Bank for International Settlements, BIS, 2009, descreve, *“what many had hope would be merely a year of manageable market turmoil then escalated into a full-fledged global crisis”*. A Comissão Europeia também se manifesta sobre a fase mais árdua da crise.

*“It began to feed into itself, with Banks forced to restrain credit, economic activity plummeting, loans books deteriorating, Banks cutting down credit further, and so on. The downturn in asset markets snowballed rapidly across the world. As trade credit became scarce and expensive, world trade plummeted and industrial firms saw their sales drop and inventories pile up. Confidence on both consumer and businesses fell to unprecedented low” (European Commission, 2009)”*

Dois dias após a falência do Lehman Brothers, a seguradora AIG foi nacionalizada a um valor de 87 bilhões de dólares. Desse dia em diante, muitas instituições nos EUA e

na Europa tiveram algum tipo de auxílio. O dia 29 de setembro foi marcante para os europeus, pois foi o dia que o Bradford & Bingley (Inglaterra) e o Hypo Real Estate (Alemanha) pediram socorro. As intervenções dos governos trouxe algum alívio para os investidores e no mês de outubro os bancos centrais dos EUA, Europa e Inglaterra baixaram suas taxas de juros para tentar restabelecer a liquidez e confiança no sistema.

A quarta etapa da crise começou no final de outubro de 2008 ainda com apreensão em relação a possíveis recessões e ao mercado financeiro. A participação dos governos no resgate as instituições foram intensas, apesar disso os indicadores dos títulos do governo se mantiveram em baixa confirmando o receio a recessão.

O início de 2009 trouxe os resultados do trimestre anterior que continuavam muito ruins minando a melhora das expectativas. O preço dos ativos financeiros chegou a níveis extramente baixos o que mantinha a tensão dos mercados. Essa situação perdurou até março de 2009 quando finalmente os preços dos ativos começaram a se estabilizar e trouxe uma certa dose de otimismo aos investidores.

Ainda que a estabilização dos preços dos ativos tenha sido uma boa notícia o mercado continuava atento aos próximos passos da lenta retomada das perdas da crise.

### **4.2.3 A CORRIDA POR TÍTULOS DO GOVERNO**

Os títulos do governo são considerados um dos ativos de menor risco, tendo em vista que dificilmente os governos não honrarão seus compromissos com a dívida pública. Esses títulos são bons indicadores de qual é a situação da economia daquele país e quanto maior for a taxa de remuneração maior será normalmente a chance de default da dívida, já que a taxa de juros mais alta é uma justificativa para o investidor arriscar a compra daquele título de menor solidez. Em momentos de crise como a mencionada, boa parte dos investidores acrescenta mais títulos do governo a sua carteira. Codogno, Favero e Missale, 2003, definem os títulos do governo para zona do euro como:

*“Government Bond yields are estimated by standard term structure techniques and refer to a Bond with a hypothetical 10-year Constant maturity, that is, the most actively around which benchmark bonds are taken as the reference rates, since German bonds maintained their benchmark status and have continued to display lower yields.”*

Antes do Euro, o diferencial dos rendimentos dos títulos do governo entre os países se davam por quatro fatores principais:

- Expectativas a respeito da taxa de câmbio e os riscos inerentes a sua volatilidade.
- Diferenças entre os impostos dos países e controles dos movimentos de capitais.
- Liquidez no mercado.
- Riscos de default.

A introdução do euro eliminou os riscos de volatilidade cambial devido ao regime de câmbio fixo. Mas, os riscos de liquidez e default ainda estão presentes e os rendimentos dos títulos dos governos não estão homogêneos por completo. Isso acontece porque os títulos são substitutos imperfeitos ou pelo risco de default ou pela liquidez.

A liquidez de um título equivale a facilidade com que ele é vendido sem perder seu valor ainda que em situações complicadas a um baixo custo de transação. A liquidez e o rendimento do mesmo tem uma relação inversa, quanto menor a liquidez maior o rendimento. De acordo com Haugh, Ollivaud e Turner, 2009, a liquidez varia inversamente ao tamanho do mercado.

Durante a crise, os agentes transferiram parte de suas operações para os títulos do governo na busca de uma redução das perdas, esse aumento da demanda por títulos públicos fez com que as suas taxas de remuneração caíssem, os títulos de curto prazo foram ainda mais prejudicados. É importante frisar que a política monetária contribuiu para a redução dos rendimentos. A intervenção diminuiu o spread de default, porém absorveu-se o risco de insolvência fiscal. A incorporação desses títulos ruins transferiu o risco do setor privado para o público conforme o BCE afirma:

*“[...] euro área countries’ bank rescue packages, as announced in september and october 2008, have resulted in a transfer of credit risk from the private to the public sector. Furthermore, together with weakening fiscal positions in the wake of the economic crisis, the bank rescue packages seem to have contributed to sharp widening of intra-euro area government Bond spreads, in particular for member countries with weaker fiscal positions.” (BCE, 2009).*

Quando os títulos voltam ao seu patamar original de antes da crise, nota-se um interessante fator: eles diminuíram em cinco países (Alemanha, Bélgica, Finlândia, França e Holanda), ficaram estáveis em mais quatro (Áustria, Espanha, Itália e Portugal) e aumentaram na Irlanda e na Grécia. Isso revela que mesmo com o esforço das autoridades, o investidor enxerga cada país de acordo com a sua particularidade e corrobora o argumento da liquidez ter relação inversa com o rendimento.

A consolidação da crise afetou diretamente no crescimento dos países que detinham uma boa média de crescimento até o período e viram seu PIB despencar em 2008 e 2009. Com isso o também há menor arrecadação do governo já que as famílias reduzem seu consumo e também há uma diminuição dos investimentos, esse ciclo deixa os orçamentos prejudicados e reduz as expectativas futuras. A tabela abaixo mostra o PIB de países selecionados da Zona do Euro durante a crise.

Tabela 10. PIB da Zona do Euro, 2007-2009.

| <b>Países</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> |
|---------------|-------------|-------------|-------------|
| Finlândia     | 5,2         | 0,7         | -8,3        |
| Irlanda       | 5,5         | -2,2        | -5,6        |
| Alemanha      | 3,3         | 1,1         | -5,6        |
| Itália        | 1,5         | -1,0        | -5,5        |
| Luxemburgo    | 8,4         | -0,8        | -5,4        |
| Grécia        | 3,3         | -0,3        | -4,3        |
| Áustria       | 3,6         | 1,5         | -3,8        |
| Holada        | 3,7         | 1,7         | -3,8        |
| Espanha       | 3,8         | 1,1         | -3,6        |
| Portugal      | 2,5         | 0,2         | -3,0        |
| França        | 2,4         | 0,2         | -2,9        |
| Bélgica       | 3,4         | 0,7         | -2,3        |

Fonte: Banco Central Europeu

A sustentabilidade da economia de um país pode ser medida através de sua situação fiscal. Os investidores não perdoariam aqueles países que tivessem suas finanças comprometidas, eles exigiriam uma alta remuneração para concluir a compra de títulos, levando a crer que após a estabilização uma parte dos países reduziria suas taxas de remuneração e outra teria que arcar com uma alta para amenizar seus riscos internos.

### **4.3 A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DURANTE A CRISE**

A crise financeira iniciada em 2007 no mercado de hipotecas americano foi no primeiro momento identificada como uma crise de liquidez pontual naquela localidade, as decisões tomadas para sanar a questão tinham a finalidade de restabelecer o circuito financeiro bancário e evitar a recessão. A percepção de que se tratava de algo muito mais grave e sistêmico veio somente com a quebra de grandes instituições como o Lehman Brothers e a nacionalização de do Fannie Mae. Além dessa ajuda direta do governo o único mecanismo capaz de interferir com maior eficácia no choque eram os bancos centrais. Os mesmos poderiam agir através da política monetária com o objetivo de recuperar a atividade econômica através da retomada da normalidade no sistema bancário e de crédito, e da capacidade de dar credibilidade ao sistema.

A Zona do Euro foi de fato atingida pela crise no segundo semestre de 2008. E por ser uma união monetária o único instrumento de combate ao choque que contemplava todos os estados-membros era o Banco Central Europeu. Já que os países abriram mão da política cambial que na união é fixa e as políticas fiscais cabem individualmente a cada país.

É a partir dessa premissa que o Banco Central Europeu se tornou o único fator comum a essas economias com autoridade e capacidade de combater a crise financeira objetivando o bem da união monetária e continuidade da mesma. As ações do BCE se dividiram em dois tipos: o uso da taxa de juros como instrumento de ajuste através de uma política monetária convencional e a política não convencional que contemplou uma série de medidas a serem detalhadas a seguir.

#### **4.3.1 A POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL**

A primeira ação que o Banco Central Europeu teve ao se deparar com a crise financeira foi a de identificar qual era a gravidade da mesma, se ela era uma barreira passageira aos circuitos financeiros interbancários ou se ela era como se confirmou uma crise sistêmica. A forma como a crise foi transferida dos EUA para a Europa também foi levado em conta no início da formulação de suas decisões.

Segundo a Comissão Europeia, a transmissão da crise dos EUA para a Europa se deu pelos seguintes fatores: efeitos riqueza e confiança na moeda agregada, comércio internacional e ligações dentro do próprio sistema.

No início de 2009, as famílias sentiram uma elevada perda no seu poder de consumo devido a queda dos seus ativos, referentes ao mercado imobiliários e acionário. Com a diminuição da riqueza e aumento das condições necessárias para se obter crédito a saída foi a redução das poupanças e da demanda por bens de consumo duráveis e imóveis. O resultado foi um decréscimo na produção industrial, nas movimentações financeiras promovendo um ciclo penoso.

O colapso no mercado internacional ocorreu no final de 2008 devido a dependência do mesmo em relação a demanda por bens de consumo e de bens duráveis e do investimento.

A globalização e a liberalização dos mercados tornou possível essa transferência dos efeitos da crise nos EUA para a Europa. Ainda de acordo com a Comissão Europeia, havia uma possibilidade mais alta de queda nos ativos europeus que o dos ativos americanos. Além disso, os bancos europeus deveriam se propor a um forte processo de desalavancagem resultando em linhas de créditos mais reduzidas e repatriação de capital, prejudicando principalmente os estados-membros emergentes. A gravidade da crise tornou a concessão de crédito muito mais exigente e então os países passaram a agir por conta própria com política fiscal.

Era consenso entre as autoridades monetárias e os governos que a crise era um problema de liquidez no sistema bancário. O BCE então não fez mudanças na taxa de juros nas reuniões de julho de 2007 a julho de 2008, somente nessa última que o BCE elevou em 0,25 p.p a taxa que permaneceu em 4,25 até outubro. As taxas de juros do BCE já eram bem acima das demais economias desenvolvidas refletindo o grande comprometimento desse banco central com a inflação. Como até o momento a crise era tida como localizada não havia razão para aumentos da taxa. Foi somente com a quebra do Lehman Brothers que o alerta tomou conta da autoridade que imediatamente convocou uma reunião emergencial. Como havia a ideia de que preços de bens importantes para a ZE estavam com tendência a desaceleração houve um afrouxamento da política monetária. O BCE reduziu a taxa de juros em a 0,5 p.p em 15 de outubro. Apesar do corte, fica claro o cuidado e receio do BCE em relação a falta de liquidez e com a inflação no trecho:

*“In the euro área, upside risks have recently decreased further. [...] keeping inflation expectations firmly anchored in line with our objective and securing price stability in the médium term Will*

*support sustainable growth and employment and contribute to financial stability. [...] 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 interest rate on the main refinancing operation. “ (BCE,2008).*

O Governing Council do BCE também optou por ações relevantes no direcionamento das políticas monetárias do período de combate a crise. Ocorreram operações de redesconto, que forneciam liquidez ao sistema utilizando ativos selecionados como garantia nas operações de crédito. Essas medidas impulsionaram o refinanciamento de longo prazo do final de outubro até março de 2009 e deram liquidez ao dólar por operações de swaps. (BCE, 2008).

As duas últimas reuniões de 2008 destacaram o temor com a crise e comprovaram que a inflação definitivamente não era o problema da região. Ocorreu então uma diminuição de 0,5 p.p em novembro e de 0,75 p.p em dezembro, a taxa de juros encerrou o ano em 2,5%. (BCE, 2008).

A continuidade da política monetária frouxa foi mantida até março de 2009. Nas três reuniões aconteceram duas quedas, a primeira em 15 de janeiro de 0,5 p.p e a de 5 de março também de 0,5 p.p. A taxa chegou a 1,5% a.a e na reunião de fevereiro não houve mudanças na taxa de juros. (BCE, 2009).

Apesar de o BCE descrever que “although the global economy continues to face a severe downturn, recent indicators point to a decelerations in the pace of the decline in economic activity”, nos três meses seguintes a política monetária relaxada continuou com redução de 0,25 p.p em abril e maio, e em junho houve manutenção. A mensagem que o BCE dá com essas decisões é de que apesar da sua finalidade ser o controle da inflação (que estava controlada) o grande objetivo do período era a crise financeira e a tentativa de restabelecimento das economias. Também foi acertado que o Eurosystem compraria títulos em Euro emitidos dentro da ZE. A segunda metade de 2009 foi marcada por manutenção da taxa de juros em 1% a.a. indicando que o receio com a crise ainda existia porém o período mais complicado já havia passado. É preciso destacar que o BCE chegou ao limite de suas atribuições na condução da política monetária durante o choque.

### 4.3.2 A POLÍTICA NÃO CONVENCIONAL

A condução da política monetária na economia pode se dá através de duas maneiras, a fixação da taxa de juros (medida convencional) e por políticas de *balance sheet* (medida não convencional). A política não convencional pode ser denominada também por *liquidity management operations* que diz respeito ao montante que os bancos centrais detêm. No período da crise, as duas formas de se executar política monetária foram feitas complementando uma a outra para combater a questão.

A política não convencional tem a finalidade de consolidar o que foi executado pela tradicional. Borio e Disyat, 2009, descrevem que esse tipo de política é:

*“[...] market “reference rate”, typically an overnight rate, tracks the desired interest rate level closely. As such liquidity management operations play a purely technical and supportive role. They neither impinge upon, nor contain any information relevant to, the overall stance of policy.”*

Um aspecto interessante das políticas de *balance sheet* é que independente do nível da taxa de juros é possível executá-las, denominado por *decoupling principle*<sup>19</sup>. Para que isso aconteça, o BC tem duas maneiras de agir, sendo elas:

- Certificar-se de que todas as alterações nas reservas bancárias não resultarão em mudanças na taxa de juros estipulada.
- Garantir que o mercado de reservas é blindado das operações da política feita, ou seja, nessa situação a autoridade monetária tem que interferir nas operações de compensação que anularão os impactos dessa política no volume de reservas.

A execução das políticas de *liquidity management* consistem em: política cambial, de gerenciamento dos *quasi-debt*<sup>20</sup>, política creditícia e política de reservas bancárias. Devendo seguir dois critérios de julgamento, a cadeia do mercado que a proposta incidirá e o impacto na estrutura do *balance sheet* das do setor privado.

A atuação do BC por meio de política cambial ocorre por alterações na exposição do euro frente a moedas estrangeiras das empresas do setor privado dentro do mercado de

---

<sup>19</sup> Decoupling principle é a ocorrência de retornos sobre classes de ativos divergentes de seu padrão esperado ou normal de correlação. Há uma dissociação entre dois ativos diferentes que normalmente sobem e descem em juntos e passam a se mover em direções opostas.

<sup>20</sup> Categoria de dívida assumida que tem alguns traços de equidade, como ter opções de pagamento flexíveis ou ser inseguro.

câmbio. A ideia é de mudar a taxa de câmbio e a volatilidade do mercado. Quando a autoridade monetária opta pelo uso do *quasi-debt* ela busca modificar a composição da dívida do setor público que está sob posse do setor privado. A finalidade é de transformar o rendimento dos títulos públicos na tentativa de diminuir os custos de financiamento. Quando o BC age em cadeias do mercado da dívida privada e de títulos com o objetivo de mudar a composição dos balanços do setor e corromper o perfil da exposição dele em relação a créditos do setor privado, o BC faz política creditícia. O foco da medida é de alterar as condições de financiamento do setor privado. Por último, na política de reservas bancárias, o BC determina um teto para as reservas bancárias independente de como ela será contrabalanceada no lado patrimonial dos bancos.

Em síntese, as políticas não convencionais atuam sob diversos meios com o foco de agir no balanço de empresas privadas, inclusive bancos, para diminuir os riscos creditícios, cambiais e fiscais que interferem na economia.

O Banco Central Europeu utilizou as medidas não convencionais conforme o relatório da Comissão Europeia, 2009, exemplifica:

*“[...] (Such as the provision of liquidity against a broader range of collateral or the outright purchase of securities by the central bank) might be necessary, especially if the zero interest rate bound is in sight. Fiscal space permitting, budgetary stimulus would need to be employed to support demand – provided this is targeted on liquidity constrained households and business.”*

Assim como já foi descrito previamente, as ações mais concretas de combate a crise ocorreram a partir de outubro de 2008. A Comissão Europeia ofereceu apoio as instituições financeiras que estavam em situação crítica sem que isso gerasse distorções no mercado de competição. Definiu também um mínimo para depósitos bancários, o valor seria de 100.000 euros. Em novembro, o órgão propõe o Plano de Recuperação Europeia e no mês seguinte o Council ratifica a medida.

A Comissão Europeia teve uma participação ativa durante todo o processo de recuperação da crise liberando quantias significativas desde 2008, como quando 3,5 trilhões de euros liberados, sendo que 1,5 trilhão deles foi para a dívida dos estados-membros, auxílio à liquidez e tratamento de ativos prejudicados e a programas de recapitalização. Apesar da aprovação de 2,9 trilhões de euros para proteger os passivos

dos bancos somente 1 trilhão de fato destinado aos mesmos. As decisões tinham o objetivo de restabelecer os canais de crédito dentro do sistema bancário europeu e representam ações pontuais para a retomada da credibilidade e confiança no mercado financeiro.

Em outubro de 2008, o BCE divulgou uma nota para recomendar que as avaliações das garantias fornecidas aos bancos pelos governos obrigatoriamente deveriam ser respeitadas sendo que *“open to all Banks, including subsidiaries of foreign Banks established in a Member State without any discrimination”*. (Comissão Europeia, 2009).

Outras ações foram determinadas pela Comissão Europeia ao passo que a situação não melhorava no contexto do bloco e indicava que ainda iria demorar a dar resultados positivos. Em 5 de dezembro de 2008, o órgão anunciou o Comunicado de Recapitalização do bancos dos países membros, estimado em 300 bilhões, sendo que 170 bilhões foram destinados a recapitalização das instituições financeiras. O ato era para impedir uma distorção competitiva entre as instituições devido ao dinheiro público ofertado.

O resultado de todas essas medidas não trouxe de volta a percepção de certeza para o mercado financeiro. O próprio mercado não sabia informar a magnitude e onde estavam os ativos podres nos balanços. Para solucionar isso, a Comissão Europeia, em 25 de fevereiro de 2009, liberou um manual de tratamento dos ativos prejudicados de 50 bilhões de euros, o dinheiro foi totalmente consumido e havia a exigência de total transparência das instituições receptoras da ajuda.

#### **4.4 O PLANO DE RECUPERAÇÃO EUROPEU**

O *European Economic Recovery Plan* foi criado em 26 de novembro de 2008 com o objetivo de reunir esforços em nível supranacional e nacional para que os países tivessem margem para executar políticas fiscais contracíclicas de curto prazo e assim estimular a demanda dos consumidores. A crise deveria ser combatida através de quatro frentes:

- Proporcionar estímulos a demanda interna e restaurar a confiança dos consumidores.
- Controlar as demissões e auxiliar os trabalhadores a reconquistarem um novo emprego o mais breve.

- Preparar o continente para quando a economia retomar a sua trajetória de crescimento. (Reformas estruturais)
- Otimizar o nível de sustentabilidade na economia.

O plano foi elaborado em acordo com o Pacto de Estabilidade do Crescimento e a Estratégia de Lisboa para o Crescimento e Emprego. O orçamento disponível era de 200 bilhões de euros, divididos em 170 para expansão orçamentária e 30 para financiamentos da UE, sob responsabilidade da própria união e do Banco Europeu de investimentos.

Os objetivos de curto prazo eram o de retomar a confiança e crescimento da economia sem ultrapassar as barreiras da dívida e do déficit do governo. No longo prazo, a finalidade era de reformas estruturais, tornando o mercado de trabalho menos rígido e nivelando a produtividade entre os países. Os custos de incentivar políticas fiscais discricionárias ocorre no curto e longo prazo, sendo eles: risco de default e o de por em risco a sustentabilidade das finanças públicas, respectivamente.

Os incentivos orçamentários se basearam em três fatores:

- Oportuno, para ser usado em período de baixa demanda.
- Temporário, para não haver comprometimento das contas públicas ou aumento de impostos.
- Objetivo, focar nas reais necessidades.

#### **4.4.1 ESTRATÉGIA DE ENFRENTAMENTO DA CRISE**

A política fiscal na zona do euro não possui uma instituição supranacional que controla e reúne as decisões, no âmbito fiscal a responsabilidade é delegada a cada país. Porém, antes da consolidação da união monetária foi instituído um mecanismo de coordenação para os países tivessem uma maior homogeneidade fiscal, são eles: 3% de déficit orçamentário e 60% da dívida pública como proporção do PIB.

Entretanto, onde as diferenças entre os países europeus mais se destacaram foi justamente no aspecto fiscal, apesar do esforço do Tratado de Maastricht. Alguns países tiveram bons indicadores de convergência com a meta, outros não conseguiram alcançá-la, e houve um relaxamento em alguns casos para que esses países pudessem fazer parte da união.

A gravidade da crise financeira fez com que os instrumentos de política monetária fossem questionados como suficientes para conter os problemas do sistema bancário europeu. Porém, veremos mais adiante que o endividamento excessivo dos países corroborou para a crise deixar de ser financeira e se tornar da dívida pública.

A ausência de uma autoridade fiscal supranacional evidenciou as dificuldades de coordenação entre os países e a necessidade de políticas fiscais expansionistas, que por sua vez, anularam a credibilidade e o mecanismo de segurança que Maastricht previa. A situação contribuiu para pressionar ainda mais as autoridades europeias, pois o mercado especulativo deteriorava as finanças públicas.

#### **4.4.2 O ASPECTO FISCAL**

O Plano de Recuperação Econômico Europeu foi a solução proposta para coordenar os esforços fiscais dos países. A medida era encarada como de curto prazo para trazer a demanda agregada ao seu nível normal e aumentar a competitividade. Segundo Afonso *et all*, 2010, os estímulos fiscais podem ser subdivididos em três pilares:

*“The operation of automatic fiscal stabilisers associated with the business cycle – equivalent to the change in the cyclical component of the budget; the fiscal stance, consisting of discretionary fiscal policy measures and a number of non-policy factors – as captured by changes in the cyclically adjusted (or structural) primary balance and interest payments which represent a financial flow between the government and other sectors in the economy.”*

Os estabilizadores automáticos são rearranjos dentro do orçamento público para manipular a demanda agregada dos países. Estes estabilizadores agem como um choque positivo na demanda agregada quando há crises, não precisam de prazos para ser inseridos e nem de decisões políticas.

O *fiscal stance* é um mecanismo que serve para medir os impactos das políticas fiscais discricionárias dentro das finanças públicas. É afetado por fatores não ligados a política e de fora do setor público, como por exemplo a tendência de gastos em excesso do governo acima do crescimento do PIB. O uso de políticas discricionárias e de estabilizadores automáticos geraram grandes rombos nas finanças públicas da ZE, conforme a tabela abaixo.

Tabela 11. Impulso Fiscal e seus Componentes na ZE.

| <b>Posição Fiscal (% PIB)</b>                                  | <b>2008</b> | <b>2009</b> |
|--|-------------|-------------|
| Saldo Orçamentário   | -2          | -6,4        |
| Componente Cíclico do Saldo Orçamentário                       | 0,9         | -1,4        |
| Ajuste Cíclico do Saldo Orçamentário                           | -2,9        | -5          |
| Gastos com Juros   | 3           | 3           |
| Ajuste Cíclico do Resultado Primário                           | 0,1         | -2          |
| Pacotes de Estímulo Fiscal                                     | -           | 1,1         |
| <b>Impulsos Fiscal (<math>\Delta</math> anual, p.p do PIB)</b> |             |             |
| Mudança no Saldo Orçamentário                                  | -1,4        | -4,4        |
| Impulso Fiscal   | 1,4         | 4,4         |
| Estabilizadores Automáticos                                    | 0,3         | 2,4         |
| Política Discricionária  | 1           | 2,1         |
| Gastos com Juros   | 0,1         | 0           |
| Mudanças nos Pacotes de Estímulos Fiscais                      | -           | 1,1         |

Fonte: Afonso et al, 2010.

A composição dos estímulos fiscais é dividida em quatro fatores:

- Auxílio as famílias, 50%.
- Investimento Público, 28%.
- Auxílio as firmas e empresas, 17%.
- Medidas para o mercado de trabalho, 5%.

A política fiscal discricionária pode ter sucesso se for implementada no tempo correto, agir nos setores que realmente precisam de auxílio e for temporária, não deteriorando as finanças públicas. O que levaria a aumentos na taxa de juros e o efeito *crowded-out*<sup>21</sup> no investimento privado.

O receio a respeito do tamanho das dívidas públicas dos países da ZE ocorre em razão dos desdobramentos que isso pode acarretar na união e na economia. No caso de déficit orçamentário e dívida crescente, o aceleramento da inflação faz com que o BCE eleve as taxas de juros para conter a inflação. A dívida então fica mais cara, resultando em aumento de impostos para fechar a conta.

A crise não atingiu os países de maneira homogênea, por isso as decisões tomadas por cada país foram tão diferentes. As formas de atuação para estabilizar o sistema financeiro se deram através das seguintes medidas:

<sup>21</sup> Situação na qual o governo está se endividando consideravelmente enquanto os empresários e a população também desejam crédito e empréstimos. O primeiro sempre pode pagar a taxa de Mercado, enquanto o ultimo não terá condições caracterizando o efeito *crowded out*.

- Esquemas de garantias: elaborados para prevenirem as corridas bancárias, tiveram como objetivo garantir a liquidez.
- Recapitalizações: fortalecer as instituições financeiras, aperfeiçoar o funcionamento e estabilidade do sistema bancário e garantir o funcionamento da economia.
- Ativos depreciados: aliviar as posições com ativos depreciados das instituições financeiras.
- Nacionalização: Nacionalização das instituições financeiras. (Petrovic e Tutsch, 2009).

O Plano de Recuperação Europeu foi muito importante para coordenar as decisões e apontar para o fato de que órgãos supranacionais de outra finalidade desviaram seu foco principal na construção de uma linha de atos de ajuste fiscais. A Comissão Europeia ficou responsável por supervisionar, regular os mercados, enquanto o Banco Central Europeu assumiu a função de consultor da Comissão Europeia e dos países.

*“Issued recommendations on the fee structure with regard to guarantees, recapitalization measures and impaired assets [...] [and] evaluated the national legislative measures to counter the crisis in the framework of its advisory role by issuing opinions on these legislative projects” (Petrovic e Tutsch, 2009)*

O resultado primário da Zona do Euro e dos países é dado na tabela 11 abaixo.

Tabela 12. Resultado Primário como Proporção do PIB.

| Países       | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  |
|--------------|------|------|------|------|------|-------|
| Alemanha     | -1,0 | -0,5 | 1,2  | 3,0  | 2,7  | -0,7  |
| Áustria      | -1,5 | 1,2  | 1,3  | 2,3  | 2,1  | -0,7  |
| Bélgica      | 4,4  | 1,5  | 4,2  | 3,6  | 2,6  | -2,3  |
| Espanha      | 1,7  | 2,8  | 3,7  | 3,5  | -2,5 | -9,4  |
| Finlândia    | 3,9  | 4,2  | 5,5  | 6,7  | 5,6  | -1,0  |
| França       | -0,9 | -0,3 | 0,3  | 0,0  | -0,5 | -5,2  |
| Grécia       | -2,6 | -0,7 | 0,6  | -0,9 | -3,1 | -8,5  |
| Holanda      | 0,7  | 2,1  | 2,7  | 2,4  | 2,8  | -3,0  |
| Irlanda      | 2,1  | 2,7  | 4,0  | 1,2  | -5,9 | -12,2 |
| Itália       | 2,7  | 0,3  | 1,3  | 3,5  | 2,5  | -0,6  |
| Luxemburgo   | 0,3  | 0,2  | 1,5  | 3,9  | 3,2  | -0,2  |
| Portugal     | 0,2  | -3,5 | -1,2 | 0,2  | 0,1  | -6,6  |
| Zona do Euro | -3,5 | 0,4  | 1,6  | 2,3  | 1,0  | -3,5  |

Fonte: World Bank Data → (+) superávit e (-) déficit.

Ao analisarmos os dados da tabela 11, podemos notar que tirando a Grécia todos os países tiveram um resultado primário positivo em 2007, sendo a Finlândia, 6,7%, e Luxemburgo, 3,9%, com os melhores resultados. Depois da quebra do Lehman Brothers e os resgates e pacotes de nacionalização dentro da Zona do Euro nota-se uma piora significativa do resultado primário. Espanha, Grécia e Irlanda têm os piores indicadores e correspondem aos países mais prejudicados após a crise. A Espanha saiu de um resultado de 3,5% em 2007 para -9,5% em apenas dois anos. A Irlanda no período variou de 1,2% para -12,2%, o pior desempenho entre todos os Estados-Membros. Países conhecidos por austeridade fiscal de fato confirmaram essa percepção e tiveram déficits primários relativamente baixos mesmo levando-se em conta a crise e abaixo do déficit médio da ZE. São eles Alemanha, Áustria e Finlândia. A necessidade de se atender aos critérios de Maastricht traz uma informação interessante em relação a Grécia que no início apresentava resultados positivos, conforme a exigência para entrar no bloco e logo perdeu esse indicador em decorrência da economia grega ser menos competitiva que as demais, ou seja, faz-se necessário uma maior intervenção do governo e conseqüente piora no indicador.

Portanto, além da fragilidade no que tange à coordenação em matéria econômica, outro ponto de relevo consiste na inexistência de uma política fiscal a ser executada conjuntamente pelos países. A crítica é genuína: de fato, os critérios de convergência do euro foram feitos em termos nominais, sem menção a convergência real ou mesmo convergência em relação ao ciclo econômico. Contaram também com o estabelecimento de critérios de déficit orçamentário e de dívida pública com vistas a estabelecer uma “responsabilidade fiscal” aos olhos dos mercados financeiros, sem qualquer fundamentação racional subjacente (Arestis *et al*, 2011). A estrutura institucional do próprio BCE contribui para a completa separação entre as autoridades monetárias (na forma do Banco Central) e as autoridades fiscais (na forma dos governos nacionais que participam da UEM20). Com efeito, uma das restrições à intervenção pública pela via fiscal é o financiamento do governo – o que, no caso da UE, traz contornos ainda mais indefinidos, dado a distinção entre os níveis de integração de acordo com a fase do regionalismo, em uma perspectiva temporal. Com mais baixos níveis de renda, a arrecadação tende a diminuir e, se a autoridade do Executivo mantiver níveis elevados de gasto, isso tenderia a provocar a elevação do déficit público e da dívida pública. A manutenção ou o alargamento dessa situação em um horizonte temporal pode levar à insolvência (Gremaud *et al* 2007). Foi essa, em

linhas gerais, a situação delineada nos países mais afetados pelos efeitos da crise, Grécia, Portugal, Espanha.

## 5. CONCLUSÃO

A construção de uma União Monetária foi pensada ainda durante o funcionamento do acordo de Bretton Woods. Inicialmente, a ideia era controlar choques cambiais e promover a integração dos países europeus. A medida foi ganhando força ao passar dos anos até que finalmente se consolidou em 1999 com a introdução do euro.

A zona do euro mostrou-se relativamente eficaz até o início da crise e representou os benefícios expostos por Mundell em a teoria das áreas monetárias ótimas que afirmava que a credibilidade da união seria transferida para o país ingressante. É através desse argumento de transferência de credibilidade que é possível afirmar que a maioria dos países se beneficiou com a entrada na união monetária europeia. Quando a crise financeira começou a surgir em 2007 havia o entendimento que o Tratado Maastricht seria a garantia da solidez fiscal dos países europeus e o BCE da credibilidade do euro. Isso foi relevante durante a crise, mas também não garantiu que a mesma não chegasse a esses países.

No decorrer da tormenta financeira que assolou o mundo, principalmente nos anos de 2008 e 2009, muitas foram as medidas tomadas pelas autoridades políticas e econômicas dentro da União Monetária Europeia na tentativa de amenizar os efeitos da crise. Seja no âmbito da política monetária, seja em auxílios diretos dos governos, a atuação do Estado na economia foi bastante presente e seguiu os receituários keynesianos de intervenção na mesma.

A atuação do Banco Central Europeu nesse contexto se divide em duas partes, quando ele ainda enxergava a crise como um desequilíbrio pontual no sistema bancário e quando ele finalmente percebeu que se tratava de algo muito mais profundo, uma crise sistêmica, após a falência do banco Lehman Brothers. Para conter e gerenciar a crise o BCE fez uso intenso de todos os instrumentos possíveis, adotando a coordenação entre as políticas convencional (de taxa de juros) e a não convencional (*liquidity management operation*).

De acordo com o estatuto do próprio BCE o seu objetivo principal é o controle de preços. Porém, conforme foi descrito previamente diante da crise financeira e da ausência de uma entidade supranacional para determinar as políticas fiscais, o BCE junto a Comissão Europeia absorveu mais responsabilidades que a de fato descrita em seu estatuto, além de praticar a política monetária ele agiu como um consultor da

Comissão Europeia e dos Estados-Membros. Confirmando a sua vocação de perseguir a manutenção do euro e da união monetária.

As decisões de redução da taxa de juros no ano 2008 e 2009 para estimular a demanda não causaram o efeito imediato de volta ao ponto de equilíbrio da economia, porém evitaram que o desgaste fosse ainda maior. Pois, com uma taxa de juros mais alta o custo da dívida dos países também aumentaria e não haveria incentivo para que as famílias voltassem a consumir já que o crédito estaria mais caro.

Portanto, o papel do Banco Central Europeu durante a crise financeira vai além do de formulador da política monetária. O fato de o órgão agir como consultor do restante dos principais agentes da economia da zona do euro garante ao mesmo um caráter de protagonista e liderança. A demora em perceber a gravidade da crise e as decisões de diminuição da taxa de juros podem ser explicadas pela composição do seu corpo executivo e a herança do trauma alemão em relação a hiperinflação. A instituição detém independência, entretanto a mesma é questionada devido a maneira como o seu *executive board* é formado.

A ausência de uma entidade supranacional que supervisione a regulamentação do sistema bancário pode explicar o fato da desregulamentação ter deixado o sistema bancário europeu tão refém de distúrbios no mercado imobiliário secundário americano. Os próprios bancos centrais nacionais tem a responsabilidade de fiscalizar o mercado, quando um não aplica esse monitoramento de maneira intensiva abre-se espaço para um desequilíbrio no país que a depender do seu grau de integração aos demais logo espalha esses custos ao restante do bloco.

O fato da União Monetária Europeia também não ter todos os critérios defendidos por Mundell para ser uma Área Monetária Ótima limita a capacidade do Banco Central Europeu de executar decisões de maneira a contemplar efetivamente todos os Estados-Membros e garantir a solidez da união, as barreiras culturais e a falta de convergência entre os indicadores econômicos justificam a questão. Logo, o papel do Banco Central Europeu na crise financeira foi o de coordenar as medidas de retomada do crescimento. Caso houvesse uma melhor discriminação das responsabilidades de cada parte do seu órgão executivo e maior convergência entre os países uma crise menos densa teria se alastrado sob a união, evidenciando a fragilidade da integração e dos mecanismos legais dispostos para enfrentamento de choques.

## 6. REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. **Macroeconomia Financeira: crises financeiras e regulação monetária volume 2**. São Paulo: Edições Loyola, 2004.
- ARTIS, Mike e LEE, Norman. **“The Economics of the European Union”**. Oxford University Press, 2007.
- ARTIS, Mike e LEE, Norman. **“The Economics of the European Union”**. Oxford: Oxford University Press, 1994.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **79th annual report**. Basileia: BIS, 2009.
- BAUMANN, R; CANUTO, O. **Economia Internacional, Teoria e Experiência Brasileira**. Editora Campus. 3ª Tiragem, 2004.
- BORIO, C; DISYATAT, P. **Unconventional Monetary Policies: An Appraisal**. Basileia: BIS working papers n° 292, 2009.
- CAVUSGIL, S. TAMER; Knight, Gary; Riesenberger, John R. **Negócios Internacionais: Estratégia, Gestão e Novas Realidades**. Editora Pearson Education. 2010.
- CODOGNO, L; FAVERO, C; MISSALE, A. **Yield spreads on EMU Government Bonds**. Economic Policy, 2003.
- D'ARCY, F. **União Européia: instituições, políticas e desafios**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002.
- DE GRAUWE, P. **Economics of Monetary Union**. Oxford: Oxford University Press, 2005 - 6ª edição.

EICHENGREEN, Barry. **“European Monetary Union”** Annuaire European. European Yearbook, 1998.

EUROPEAN COMISSION. **Public Finance in EMU 2002**. Bruxelas: European Comission, 2002.

EUROPEAN COMISSION. **Public Finance in EMU 2003**. Bruxelas: European Comission, 2003.

GARRETT, G. **The politics of Maastricht. In: The Political Economy of European Monetary Unification**. Colorado: Westview Press, 2001 - 2ª edição.

HAUGH, D; OLLIVAUD, P; TURNER, D. **What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence From The Euro Area**. OECD Economics Department Wporking Papers, nº 718, 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI). **Strengthening Financial System. Regional Economic Outlook – Europe**. Washington: IMF, 2007.

ISSING, O. et al. **Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank**. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.

KAMINSKY, G.L; REINHART, C.M. **The Twin Crisis: the Causes of Banking an Balance-of-Payments Problemens**. International Finance Discussion Paper nº 544, Boardof Governors of The Federal Reserve System, March 1996.

KRUGMAN, P. **A Crise de 2008 e a Economia da Depressão**. Rio de Janeiro: Elsevi er, 2009. 4ª reimpressão.

KRUGMAN, Paul, OBSTFELD, Maurice. **“Economia Internacional: teoria e política”** Pearson. Prentice Hall, São Paulo, 2010.

LEVITT, M e LORD, C. **The Political Economy of Monetary Union**. Nova Iorque: St. Martin's Press, 2000.

MUNDELL, Robert. **"The Theory of Optimum Currency Areas"** *The American Economic Review*, LI, No. 4 (November 1961), 509-517.

PETROVIC, A; TUTSCH, R.. **National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis**. Frankfurt: European Central Bank, 2009

PHILIP, R, LANE. **The Real Effects of European Monetary Union**. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 4, pp. 47-66, 2006.

PISANI-FERRY, J. **The known unknowns and unknown unknowns of European Monetary Union**. *Journal of International Money and Finance*. v(34), p.6-14, 2013.

POLLARD, P.S. **A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and The Federal Reserve**. St. Louis: Federal Reserve of St. Louis, 2003.

ROGOFF, K.S.; REINHART, C.M. **Oito Séculos de Delírios Financeiros**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

ROUBINI, N.; MIHM, S. **A Economia das Crises: Um Curso Relâmpago sobre o Futuro do Sistema Financeiro Internacional**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SCHELLER, H.K. **The European Central Bank: history, role and functions**. Frankfurt: European Central Bank, 2006.

THE MAASTRICHT TREATY. **The treaty of Maastricht**. Maastricht: European Commission, 1992.

TREATY OF AMSTERDAM. **The treaty of Amsterdam**. Amsterdam: European Commission, 1997.

**TREATY OF ROME. The treaty establishing the European Economic Community**  
.Roma: European Commission, 1957.