



ENRIQUE DE ALMEIDA ALVAREZ

**A Crise do Euro e a Política Monetária Não Convencional:
Uma Análise do QE e da NIRP na Zona do Euro**

Campinas
2017



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

ENRIQUE DE ALMEIDA ALVAREZ

**A Crise do Euro e a Política Monetária Não Convencional:
Uma Análise do QE e da NIRP na Zona do Euro**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira.

Campinas
2017

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Maria José e Rubens, sem o apoio dos quais não teria sido possível a finalização deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira, pela qualidade de sua orientação, pela paciência e pelos incentivos à reflexão e ao rigor acadêmico.

Ao Paulo José Whitaker Wolf, pelos relevantes comentários, que permitiram aprimorar este trabalho.

Agradeço a todos os funcionários e professores do Instituto de Economia e da Universidade Estadual de Campinas, pela qualidade de seu trabalho e pelo apoio que sempre me concederam ao longo de minha graduação.

Agradeço aos meus amigos, por todos os bons momentos que passamos juntos, pelo aprendizado mútuo e pelo companheirismo que sempre tivemos.

“If, however, we are tempted to assert that money is the drink which stimulates the system to activity, we must remind ourselves that there may be several slips between the cup and the lip”.

John Maynard Keynes

RESUMO

Entre 2014 e 2016, no contexto de crise da zona do Euro, uma série de medidas de política monetária foram aplicadas pelo Banco Central Europeu (BCE) para evitar a deflação e ancorar as expectativas dos atores econômicos. Entre elas, destacaram-se a implementação do Quantitative Easing e da Negative Interest Rate Policy, consideradas amplamente como medidas de política monetária não convencionais. Partindo da perspectiva pós-keynesiana, o objetivo dessa monografia foi analisar essas duas estratégias de política monetária e suas relações com o arcabouço institucional da zona do euro, particularmente no contexto de crise. O trabalho permitiu verificar estreita relação entre as políticas recentemente implementadas pelo Banco Central Europeu, a rigidez institucional da zona do euro e a implementação de políticas monetárias não-convencionais. Pode-se concluir que as duas estratégias não-convencionais de política monetária foram indispensáveis, no contexto de rigidez institucional estabelecida pela união monetária, para evitar o aprofundamento da crise na região.

Palavras-chave: Política monetária, Banco Central Europeu, Zona do Euro.

ABSTRACT

Between 2014 and 2016, in the context of the euro crisis, the European Central Bank (ECB) implemented a series of monetary policies aiming to avoid deflation and anchor economic agents' expectations. Among these measures, the Quantitative Easing and the Negative Interest Rates Policy stood out as highly unconventional. From the post-Keynesian perspective, the aim of this paper was to analyze these policies and their relations with the Euro Area's institutional framework, particularly in the context of crisis. The paper suggests there was a close relationship between the recently implemented measures by the European Central Bank, the Euro Area's institutional rigidity and the adoption of unconventional monetary policies. It can be concluded that the two unconventional monetary policy strategies were indispensable, considering the institutional rigidity established by the monetary union, to prevent the crisis from worsening in the area.

Key words: Monetary policy, European Central Bank, Euro Area.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. CAPÍTULO 1 - O ARRANJO INSTITUCIONAL DA ZONA DO EURO.....	3
1.1. As Origens da União Europeia	3
1.2. Os Processos de Integração Econômica e Monetária Europeus	9
1.3. O Banco Central Europeu e o Eurosistema	20
1.4. As Críticas Pós-Keynesianas ao Arranjo Institucional da Zona do Euro	26
1.5. Conclusões - Um Balanço do Arranjo Institucional da Zona do Euro	31
2. CAPÍTULO 2 - AS POLÍTICAS MONETÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS DO BANCO CENTRAL EUROPEU (2014 - 2016).....	33
2.1. A Crise de 2008 na Zona do Euro e a Crise dos Títulos Soberanos	34
2.2. Uma Breve Contextualização do QE e da NIRP	44
2.2.1. O Quantitative Easing (QE)	47
2.2.2. A Negative Interest Rate Policy (NIRP).....	53
2.3. A Negative Interest Rate Policy na Zona do Euro (2014 - 2016).....	57
2.4. O Quantitative Easing e os Asset Purchase Programmes na Zona do Euro (2015 - 2016).....	63
2.5. Conclusões - As Políticas Monetárias Não Convencionais do Banco Central Europeu (2014 - 2016)	68
3. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	70
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	72

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 e o seu posterior desenvolvimento na crise dos títulos soberanos da zona do euro deixaram profundos impactos na economia da união monetária europeia. Entre eles, estiveram elevadas taxas de desemprego, baixo nível de atividade econômica, reduzidos níveis de inflação e alto grau de incerteza.

Frente à continuidade de um cenário econômico desfavorável e ao “esgotamento” das políticas monetárias convencionais, o Banco Central Europeu fez uso de estratégias de política monetária consideradas não convencionais com os objetivos de evitar riscos deflacionários, incentivar a concessão de crédito e estimular a demanda agregada. Entre elas, destacaram-se o Quantitative Easing, que consistiu em vários programas de compras de ativos empreendidos pelo Banco Central Europeu, e a Negative Interest Rate Policy, que foi caracterizada pela aplicação de taxas de juros negativas na remuneração das reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao banco central.

Partindo da perspectiva pós-keynesiana, o objetivo central desse trabalho consiste em analisar as políticas monetárias não convencionais recentemente aplicadas pelo Banco Central Europeu e as suas relações com a crise econômica europeia e com o arcabouço institucional da zona do euro. Para isso, o trabalho considera desde a análise histórica da consolidação da União Europeia e de sua atual institucionalidade até a efetiva implementação das políticas monetárias não convencionais pelo Banco Central Europeu, a partir de 2014. Sustenta-se que as duas estratégias não-convencionais de política monetária mencionadas foram indispensáveis, no contexto de rigidez institucional estabelecida pela união monetária, para evitar o aprofundamento da crise na região.

O estudo está dividido em dois capítulos. O primeiro capítulo trata das origens da União Europeia, dos processos de integração econômica e monetária europeus e das atuais institucionalidades do Banco Central Europeu e da zona do euro. Adicionalmente, procura mostrar que tais institucionalidades não estão isentas a críticas, considerando as contribuições da escola pós-keynesiana. No segundo capítulo, parte-se da análise da crise financeira de 2008 e da crise dos títulos soberanos para identificar as suas relações com o Quantitative Easing e com a Negative Interest Rate Policy, considerando suas formas de aplicação e as suas eventuais efetividades. Por fim, as considerações finais complementam o diálogo entre os dois capítulos.

1. CAPÍTULO 1 - O ARRANJO INSTITUCIONAL DA ZONA DO EURO

A análise do arranjo institucional da zona do euro apresenta-se como uma referência indispensável para a discussão das diretrizes e das políticas econômicas recentemente adotadas pelo Banco Central Europeu. Em seu papel concreto e imediato, esse arranjo forneceu as bases e os limites para as decisões tomadas, com plena influência sobre os seus objetivos e posteriores desenvolvimentos. Adicionalmente, consiste no resultado de uma progressão histórica, que será analisada a seguir.

Este capítulo está dividido em cinco seções. Na primeira seção, apresenta-se o desenvolvimento histórico na União Europeia. Na segunda seção, analisam-se os processos de integração econômica e monetária na Europa. A terceira seção oferece um panorama das atuais formas de funcionamento do Banco Central Europeu e do Eurosistema. Na quarta seção são apresentadas críticas pós-keynesianas ao arranjo institucional da zona do euro. A quinta seção, por fim, sumariza as observações do capítulo.

1.1. As Origens da União Europeia

A idealização de formas de integração dos povos europeus não é recente. Ao longo dos séculos, vários foram os intelectuais a defenderem os seus benefícios frente aos sucessivos conflitos que marcaram a história europeia¹. O triunfo de tais proposições, entretanto, foi condicional ao contexto em que estavam inseridas. Ao fim da Primeira Guerra Mundial, a ascensão do nacionalismo e do totalitarismo tolheram as possibilidades de avanço das propostas pacíficas de integração na Europa (Arestis, McCauley e Sawyer, 1999). As origens concretas da atual União Europeia, por sua vez, remontam às devastações da Segunda Guerra Mundial. Nessa situação, a repugnância dos assombrosos resultados do conflito generalizado, com a destruição das estruturas econômicas e a perda de milhões de vidas civis e militares, consolidou-se em uma conjuntura de mudança no cenário geopolítico e econômico global, com o surgimento da Guerra Fria e da ameaça soviética. Dessa forma, o projeto de integração europeia incluiu, além de seus objetivos econômicos, um objetivo político, relacionado à prevenção de impulsos beligerantes.

¹ Entre eles estariam William Penn, Immanuel Kant, Victor Hugo e Friedrich Neumann (Arestis, McCauley e Sawyer, 1999). É importante destacar que as propostas desses pensadores superavam o desejo de mera integração econômica, por vezes colocada como passo inicial ou condicional da integração política. Dessa forma, tais intelectuais distinguem-se dos puros defensores do livre mercado.

O início da cooperação efetiva entre os países europeus no pós-Segunda Guerra deu-se por meio da implementação do Plano Marshall, oficialmente intitulado "European Recovery Program". O Plano Marshall teve início em 1948, sendo vigente por quatro anos, e consistiu em uma transferência direta de recursos norte-americanos para a reconstrução econômica dos principais países do oeste da Europa. Para os Estados Unidos, a recuperação europeia era geopoliticamente estratégica em meio à nova ordem global e representava uma oportunidade para a consolidação de parceiros intimamente relacionados à economia e às diretrizes políticas norte-americanas. Para os europeus, o auxílio da maior potência econômica ocidental permitiu a superação da escassez de dólares, os quais eram imprescindíveis para o acesso a bens de capital e bens intermediários via importação e para a recuperação da indústria (Wolf, 2011).

A cooperação europeia era uma condição dos Estados Unidos tanto para o acesso quanto para a gestão dos recursos oferecidos, equivalentes a 15 bilhões de dólares em valores da época². Além do direcionamento das divisas aos europeus como um todo, cabendo a eles a divisão dos recursos entre si, o Plano Marshall previa uma progressiva liberalização do comércio entre os países europeus, com a diminuição das barreiras interestatais e a modernização da gestão dos pagamentos internos (Arestis, McCauley e Sawyer, 1999). Para que isso fosse possível, foi criada a "Organisation for European Economic Cooperation" (OEEC) em 1948, a qual posteriormente deu origem a atual "Organisation for Economic Cooperation and Development" (OCDE). A partir da OEEC, foi formulada a "European Payments Union" (EPU), uma instituição destinada à compensação das transações comerciais em dólares, com o intuito de prevenir a escassez de divisas e, conseqüentemente, a redução do comércio europeu. Embora o montante de divisas disponíveis não fosse desprezível, a forma de compensação adotada possibilitava um fluxo ainda maior de transações a partir da regularização fracionada dos saldos devidos, atuando na prática como uma maneira de fornecimento de crédito (Wolf, 2011).

É importante destacar que os arranjos instituições das organizações criadas para cooperação europeia não foram imediatamente consensuais. Como destacam Arestis, McCauley e Sawyer (1999), havia duas correntes principais de pensamento em relação a esse tópico, cada qual defendendo formas diferentes de integração política e econômica. A corrente franco-continental argumentava em favor de uma abordagem federalista e supranacional, propondo a criação de uma organização europeia com poderes legislativos autônomos. A corrente britânico-escandinava, por outro lado, defendia uma abordagem

² Arestis, McCauley e Sawyer, 1999, p.3.

funcionalista e intergovernamental, sugerindo uma instituição sem poderes legislativos. Por fim, prevaleceu a visão britânico-escandinava, que norteou os arranjos institucionais do Conselho Europeu da época. Apesar da derrota inicial, seriam os federalistas, representados por Jean Monnet³ e Robert Schuman⁴, que na década de 1950 lançariam as bases da primeira instituição econômica europeia de caráter supranacional, a "Comunidade Europeia do Carvão e do Aço" (CECA).

O principal objetivo da CECA era que toda produção francesa e alemã de carvão e aço estivesse sujeita a uma autoridade comum supranacional, aberta à participação dos demais países europeus⁵. É importante ressaltar que, no período imediatamente anterior, era elevada a desconfiança com relação à recuperação econômica alemã e à sua possibilidade de rearmamento, principalmente por parte da França. Adicionalmente, a França também apresentava objetivos econômicos com a formação da CECA, visando o acesso às minas de carvão no território alemão. De todo modo, como anteriormente reconhecido pelos Estados Unidos no Plano Marshall, a retomada alemã era primordial para o ressurgimento sustentado da atividade econômica europeia. A saída, portanto, teria inexoravelmente que passar pela superação das rivalidades históricas entre França e Alemanha⁶ por meio da cooperação pacífica e mutuamente acordada entre esses e os demais países europeus. Nesse sentido, são ilustrativas as palavras de Schuman em sua famosa declaração de 1950:

“The pooling of coal and steel production will immediately assure the establishment of common bases for economic development as a first step for the European Federation. It will change the destiny of regions that have long been devoted to manufacturing munitions of war, of which they have been most constantly the victims. This merging of our interest in coal and steel production and our joint action will make it plain that any war between France and Germany becomes not only unthinkable but materially impossible. The establishment of this powerful unity for production, open to all countries willing to take part, and eventually capable of providing all the member countries with the basic elements of industrial production on the same terms, will cast the real foundation for their economic unification”.

A CECA foi oficialmente estabelecida pelo Tratado de Paris, em 1951. Seus signatários foram a Alemanha Ocidental, a França, a Itália, a Bélgica, a Holanda e Luxemburgo. Nesse momento, esses três últimos países já compunham a “Benelux”⁷. A estrutura da CECA era composta por uma “alta autoridade”, uma “assembleia comum”, um

³Político francês e primeiro presidente da CECA.

⁴Ministro das relações exteriores da França.

⁵A proposta ficou conhecida como "Plano Schuman".

⁶Já então dividida entre Alemanha Ocidental e Alemanha Oriental.

⁷O “Acordo de Benelux”, assinado em 1948, instituiu a livre movimentação de mercadorias, capital e trabalho entre os seus países membros.

“conselho especial” e uma “corte de justiça”. A partir de sua implementação, foi instituída uma área de livre comércio de carvão e de aço entre os países membros, evitando a monopolização desses recursos. É interessante notar que, a despeito do início da integração econômica, a integração monetária não era uma preocupação naquele momento. De acordo com Arestis, McCauley e Sawyer, isso se deveu à vigência do sistema de Bretton Woods e às similaridades entre os países em termos de crescimento econômico e de inflação.

Em 1957, o processo de integração da Europa avançou ainda mais por meio do Tratado de Roma. Assinado pelos mesmos membros da CECA, o tratado deu origem à “Comunidade Econômica Europeia” (CEE) e à “Comunidade Europeia de Energia Atômica” (Euratom). A Euratom, destinada originalmente ao desenvolvimento e ao controle pacífico de energia atômica, perdeu relevância conforme os países passaram a financiar individualmente os seus programas nucleares. A CEE, por outro lado, efetivou a formação de uma união aduaneira entre os seus países membros e permitiu o avanço do consenso em torno do projeto de integração econômica europeu ao sinalizar diretamente para uma ampla liberalização interna e para o estabelecimento de políticas comuns em relação ao comércio internacional. Como destaca Wolf (2011), além do livre-comércio e da livre-circulação de fatores de produção entre os países membros, a CEE incluiu em suas pretensões a coordenação de políticas econômicas comuns, a criação do “Fundo Social Europeu” (FSE) e a criação do “Banco de Investimento Europeu” (BIE). Do ponto de vista macroeconômico, especificamente, o Tratado de Roma apresentava como objetivos o equilíbrio no balanço de pagamentos, a manutenção da confiança no câmbio, um baixo nível de desemprego e a estabilidade de preços.

Por compartilharem um mesmo arranjo institucional, que consistia de uma comissão executiva, um conselho, um parlamento e uma corte de justiça, a CECA, a CEE e a Euratom foram reunidas pelos seus seis países membros em uma mesma instituição, denominada “Comunidades Europeias” (CE). A CE foi criada mediante a assinatura do Tratado de Bruxelas, em 1961. Os ingressos de novos países na Comunidade ocorreram em 1973, com a integração do Reino Unido, da Irlanda e da Dinamarca. Depois disso, apenas da década de 1980 o grupo seria novamente expandido, com a inclusão da Grécia em 1981, e de Portugal e Espanha em 1986.

Durante a década de 1970 e o início da dos anos de 1980, poucos avanços se consolidaram no que diz respeito à integração econômica, apesar de desenvolvimentos

importantes terem sido realizados em relação à integração monetária⁸. Em grande medida, isso se deveu às complicações econômicas internacionais desse período, com o fim do regime de Bretton Woods, a ocorrência dos dois choques do petróleo ao longo da década de 1970, do choque de juros em 1979 e, posteriormente, da estagflação.

A retomada das ações de integração se daria por conta do Relatório Delors⁹, em 1985. O relatório tinha como principal objetivo a retirada dos obstáculos ainda restantes à livre circulação de mercadorias, capitais, serviços e pessoas entre os membros das CE e prenunciava a formação de um mercado único até 1993. Evidentemente, seriam necessárias uma série de mudanças institucionais para a efetiva implementação do chamado Programa do Mercado Único. O documento que estabeleceu as alterações necessárias foi o “Ato Único Europeu”, assinado por todos os países membros das CE em 1986.

A década de 1990 apresentou mudanças radicais no cenário geopolítico europeu. Entre elas, estiveram incluídos o fim da URSS, a desintegração da Iugoslávia e a reunificação alemã. Nesse contexto, foi o Tratado de Maastricht, assinado em 1992, que permanentemente consolidou a integração política, econômica e monetária dos principais países do oeste europeu por meio da criação formal da “União Europeia” (UE). Os três pilares constituintes da União foram 1) o Tratado de Roma, incluindo a totalidade das Comunidades Europeias; 2) a Política Externa e de Segurança Comum (PESC); e 3) os Assuntos Internos e de Justiça. Para a implementação de decisões, foi ampliada a prática de votação por maioria qualificada, já presente desde o Tratado de Roma. Como afirmam Arestis, McCauley e Sawyer, a formação da União Europeia foi capaz de acomodar simultaneamente o interesse individual de vários de seus países membros:

“The Maastricht Treaty was a political compromise where each country gave some ground in order to gain some movement on an objective. In a nutshell the Maastricht Treaty can be shown to reflect this compromise. The single currency and defence and foreign policy arrangements satisfied France’s ambitions, the increase in the power of the European Parliament and the direction of the monetary policy was German inspired. The cohesion fund and the Social Chapter were included to satisfy Spain and the Netherlands respectively. Britain secured two out-puts, one from the social chapter and one for the single currency (Javanovic, 1997, p. 16). Maastricht was also a compromise in other respects; for those who wished to set a ceiling on integration by emphasizing subsidiarity and intergovernmentalism and those who wished to strengthen European Union (Wallace, 1994, p. 64)”. (ARESTIS, P.; MCCAULEY, K.; SAWYER, M., 1999, p. 31).

⁸ Esses serão devidamente explorados na seção 1.2.

⁹ Elaborado por Jacques Delors, presidente da Comissão Europeia entre 1985 e 1995.

O Tratado de Maastricht foi também decisivo para a implementação da união monetária. Entre outros motivos, argumentava-se que a adoção da moeda comum aumentaria os benefícios do Mercado Comum, tendo em vista a eliminação dos riscos e custos cambiais nas transações dos países membros. Embora alguns avanços em termos de coordenação monetária já haviam sido alcançados com as CE, o Tratado de Maastricht forneceu etapas efetivas, cronologicamente ordenadas, para a implementação da união monetária. As etapas foram três. A primeira etapa consistia na completa liberalização do movimento de capitais na UE, contando com a supervisão das políticas econômicas dos países membros. A segunda etapa estabelecia o Instituto Monetário Europeu e os critérios de convergência para a adoção da moeda comum. É importante notar que tais critérios deveriam ser atingidos para que os países pudessem passar para a próxima etapa. Os critérios eram os seguintes:

“1. Average exchange rate not to deviate by more than 2.25% from its central rate for the two years prior to membership; 2. Inflation rate was not to exceed the average rate of inflation of the three community nations with the lowest inflation rate by 1.5%; 3. Long-term interest rates not to exceed the average interest rate of the three countries with the lowest inflation rate by 2%; 4. Budget deficit not to exceed 3% of its GDP; 5. Overall government debt not to exceed 60% of its GDP”. (ARESTIS, P.; MCCAULEY, K.; SAWYER, M., 1999, p. 32).

A terceira, por fim, fixava permanentemente as taxas de câmbio e realizava a efetiva passagem das moedas nacionais para a moeda comum¹⁰. Em realidade, as taxas de câmbios nacionais foram fixadas em relação à “European Currency Unit” (ECU), uma moeda de referência criada em 1979. A partir dessa fixação, em 1999, a ECU oficialmente foi substituída pelo “euro”. Embora já existente, nesse momento a moeda comum era apenas utilizada em transações de negócios, não existindo fisicamente para cidadão comum. Seu uso físico e generalizado foi introduzido apenas em 2002.

Foram várias as mudanças institucionais realizadas por conta da adoção do euro. Entre elas, estão a criação do Banco Central Europeu, mediante a substituição do Instituto Monetário Europeu, e a formal imposição de complacência às regras fiscais e às diretrizes econômicas estabelecidas no “Pacto de Estabilidade e Crescimento”. O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)¹¹ foi consolidado em 1999, com o objetivo formal de facilitar e manter a estabilidade econômica na União Europeia por meio do monitoramento das situações fiscais de seus países membros. De acordo com o PEC, os países membros deveriam evitar níveis de

¹⁰É importante ressaltar que nem todos os países prosseguiram para a terceira etapa. Embora tivessem cumprido a segunda etapa, o Reino Unido e a Dinamarca, por exemplo, optaram pela não adoção da moeda comum.

¹¹ O PEC foi baseado principalmente nos artigos 121 e 126 do “Treaty on the Functioning of the European Union”, sendo o monitoramento fiscal realizado pela Comissão Europeia e pelo Conselho da União Europeia.

déficit público e relações dívida/PIB superiores a 3% e 60%, respectivamente, sob ameaça de sanções econômicas em caso de descumprimento dessas diretrizes no médio prazo.

Nesse ponto, o arranjo institucional da atual União Europeia estava plenamente formado. A seguir, analisa-se em maiores detalhes as peculiaridades dos processos de integração econômica e monetária realizados.

1.2. Os Processos de Integração Econômica e Monetária Europeus

Os processos europeus de integração econômica e monetária, apesar de intimamente relacionados, devem ser claramente diferenciados. O processo de integração econômica precedeu a integração monetária e foi inicialmente motivado pela busca da paz e da reconstrução econômica no pós-guerra. As concepções de integração monetária, por outro lado, assumiram maior importância apenas frente à ocorrência de crises financeiras e períodos de turbulência econômica (Arestis et al., 1999). Não por acaso, os esforços em torno de uma posterior união monetária intensificaram-se significativamente após o declínio do sistema de Bretton Woods, no início da década de 1970.

Nesta seção, serão tratados os processos de integração econômica e monetária considerando 1) as mudanças nos cenários econômico e geopolítico a partir dos anos 1970, 2) as alterações nas motivações dos processos de integração, 3) as mudanças na teoria econômica vigente e suas influências no projeto de união monetária e 4) o processo concreto de união monetária, considerando as consequências da consolidação da liderança alemã no bloco europeu.

Para compreender as diversas modificações econômicas e geopolíticas que ocorreram na década de 1970, faz-se necessária uma breve recapitulação da situação econômica global no período imediatamente anterior.

Até 1971, a vigência do Acordo de Bretton Woods assegurou, em grande medida, a possibilidade de empreendimento de políticas macroeconômicas ativas pelos Estados Nacionais sem que fosse prejudicada a estabilidade cambial e de preços. A harmonia nos balanços de pagamentos e as condições para a autonomia nacional das políticas econômicas encontraram-se praticamente garantidas pela estabilidade cambial ajustável e pelo controle dos fluxos de capitais. A forte influência keynesiana na orientação da política econômica autônoma dos Estados Nacionais, portanto, não se fazia antagônica com o então avanço do

comércio europeu. Nesse contexto, a estabilidade proporcionada pelo sistema de Bretton Woods tornava redundantes as propostas de união monetária¹² (Blikstad, 2015).

O cenário econômico internacional sofreu consideráveis alterações após o final da década de 1960. Com a derrocada do sistema de Bretton Woods, uma nova ordem no sistema monetário internacional foi instituída. Essa, por sua, apresentava seus alicerces no dólar fiduciário e flexível, na implementação de taxas de câmbio flutuantes nos países centrais e na progressiva liberalização dos fluxos de capitais, suscitando uma maior interdependência entre os sistemas financeiros nacionais. Não surpreendentemente, as permanentes alterações nas bases do sistema anterior não deixaram de provocar significativas mudanças para a situação econômica europeia:

“Esse processo de liberalização somado à adoção de taxas de câmbio flexíveis iria contribuir para a dificuldade que os países europeus teriam na adoção de políticas econômicas autônomas, o que tornou as políticas econômicas nacionais mais vulneráveis aos humores dos mercados financeiros e aos desdobramentos de ordem econômica dos outros países”. (BLIKSTAD, 2015, p. 73).

Para o devido entendimento dessas observações, é oportuna a exposição da chamada “trindade impossível”, proposta por Mundell em seu famoso artigo de 1963. Ao discorrer sobre as consequências do aumento da mobilidade dos fluxos de capitais, o autor conclui que seria impossível conciliar simultaneamente a autonomia da política monetária, uma taxa de câmbio fixa e a livre mobilidade de capitais. Inevitavelmente, do ponto de vista de um país individual, uma dessas três pretensões deveria ser descartada. No regime de Bretton Woods, abria-se mão da livre mobilidade de capitais para a viabilização da autonomia da política monetária e das taxas de câmbio fixas. Após a sua ruína, a crescente mobilidade de capitais¹³ e as taxas de câmbio flutuantes apresentaram-se praticamente como fatos externos aos países, que progressivamente sentiram-se compelidos a sua adoção. De acordo com a trindade impossível, a presença das taxas de câmbio flutuantes garantiria a autonomia monetária frente à liberalização dos fluxos de capitais. Em relação aos países europeus, entretanto, a estabilidade cambial era uma condição primordial para o avanço da integração econômica, sem a qual o comércio sofreria flutuações inesperadas frente às instabilidades que marcaram a

¹² A integração econômica já havia atingido o caráter uma união aduaneira por meio da Comunidade Econômica Europeia (CEE). Uma união aduaneira implica no descarte das barreiras comerciais entre os países membros e no estabelecimento de uma política comercial comum em relação aos países não membros.

¹³ Nesse ponto, é preciso destacar a importância do chamado “euromercado” como um dos propulsores desse movimento na Europa. O euromercado foi, durante os anos 1950, 1960 e 1970, o único mercado praticamente livre da regulamentação governamental e transnacional de capitais em dólares. Em certa medida, o volume de capitais transacionado no euromercado nos anos 60 e 70 tornava cada vez mais complicada a manutenção de paridades cambiais fixas nos países europeus. (Blikstad, 2015).

década de 1970. Consequentemente, seria o pilar da autonomia da política monetária que se encontraria ameaçado.

O fim do regime de Bretton Woods marcou também o surgimento de uma nova ordem no cenário geopolítico global. A partir desse momento, em um novo contexto econômico, o bloco europeu passou a ser considerado um concorrente comercial dos EUA e do Japão na conjuntura internacional (Bliskstad, 2015). Por conta disso e das mudanças que ocorreram na teoria econômica mediante a estagflação, os esforços de integração econômica europeus passaram a ser primordialmente motivados pela busca da eficiência econômica e da competitividade, princípios que, embora estivessem presentes desde o início do projeto de integração europeia, foram consideravelmente aprofundados.

Na teoria econômica, foi notável a inflexão sofrida a partir da década de 1970. Na macroeconomia, a instabilidade do período e a estagflação foram em grande medida responsáveis pelo descrédito das teorias keynesianas, as quais seriam substituídas pela ênfase microeconômica, pela teorização a partir das expectativas racionais e pelas políticas “market-oriented”. As políticas econômicas, visando à eficiência alocativa, preconizariam um foco no lado da oferta e descartariam a efetividade da intervenção estatal na economia para a sustentação da demanda agregada. A política fiscal, por sua vez, ficaria subordinada à política monetária, cujo principal objetivo seria o controle inflacionário. Em termos ideológicos, destacaram-se a forte ascensão do liberalismo e o combate à intervenção governamental¹⁴. Historicamente, os governos Reagan nos EUA e Thatcher no Reino Unido foram exemplos concretos desse movimento.

Em relação ao caso europeu, é importante verificar a influência das mudanças da teoria econômica na teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO). Na presente exposição, consideram-se três perspectivas. Em princípio, discorre-se sobre os argumentos da teoria neoclássica em favor da integração regional. Em seguida, apresenta-se a teoria tradicional da AMO, desenvolvida pioneiramente por Mundell em seu artigo “A Theory of Optimum Currency Areas” (1961). Por fim, é analisada a chamada Nova Teoria das AMO, que apresentou considerável influência do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME).

De acordo com a teoria neoclássica, a integração regional traria ganhos de bem-estar, nos termos do excedente do produtor e do consumidor, e de eficiência, dada a melhora alocativa dos recursos econômicos. A eliminação das barreiras aos mercados e livre

¹⁴ Entre os autores de maior destaque dessa vertente, estariam Friedman, com sua obra “Capitalism and Freedom” (1962) e Hayek, autor de “The Road to Serfdom” (1942).

movimentação de bens, de trabalho e de capital, como destaca Blikstad (2015), promoveriam 1) a geração e a ampliação de economias de escala, 2) o aumento da produtividade e a elevação da competição regional, com o declínio das indústrias ineficientes e o estímulo ao investimento em novas formas de produção, e 3) o aumento das taxas de crescimento das economias integradas por conta dos fluxos de capitais e da mobilidade de fatores produtivos entre os países. Nesse cenário, o processo de liberalização possibilitaria o catching-up das economias menos desenvolvidas, que convergiriam para os níveis de renda per capita das economias mais avançadas. O grande argumento em favor dessa convergência seria a nova alocação de recursos das economias mais desenvolvidas para as menos desenvolvidas, as quais contariam com rentabilidades superiores e maiores oportunidades de investimento. Em última instância, a livre mobilidade dos fatores produtivos garantiria o funcionamento da autorregulação natural do mercado, segundo essa visão.

A teoria pioneira das AMO, ou a teoria “tradicional”, foi desenvolvida ao longo da década de 1960 por autores como Mundell, McKinnon e Kenen. Em grande medida, a preocupação desses autores tinha como princípio a abrangência das áreas monetárias e a utilização das taxas de câmbio fixas ou flutuantes para a garantia da solvência do balanço de pagamentos, do pleno emprego e da estabilidade de preços. As palavras de McKinnon são ilustrativas a esse respeito:

“Optimum” is used here to describe a single currency area within which monetary-fiscal policy and flexible external exchange rates can be used to give the best resolution of three (sometimes conflicting) objectives: (1) the maintenance of full employment; (2) the maintenance of balanced international payments; (3) the maintenance of stable internal average price level” (MCKINNON apud BLIKSTAD, 2015, p. 26).

Para Mundell (1961), a principal ênfase das AMO deveria ser a precaução contra crises de balanços de pagamentos, evitando tanto a necessidade de ajustes deflacionários nos países deficitários quanto a inflação nos países superavitários. A saída, segundo o autor, seria a divisão mundial em diferentes áreas monetárias, cada qual com taxas de câmbio flutuantes entre si. As principais condições para o estabelecimento das áreas monetárias, considerando a existência de rigidez de preços e salários no curto prazo, seriam uma considerável mobilidade de trabalho internamente, aliada a taxas de câmbio flexíveis e a um baixo grau de mobilidade do fator trabalho entre as áreas monetárias. Desse modo, os ajustes internos ocorreriam mediante a mudança na alocação do trabalho e, externamente, com a variação das taxas de

câmbio. Para que fossem cumpridos esses requisitos, evidentemente, as áreas monetárias não poderiam ser extensas em sua abrangência.

Para Kenen (1969), a diversidade das estruturas produtivas das economias de uma área monetária, sendo elas não correlacionadas, seria mais importante do que a mobilidade de trabalho, pois assim elas estariam mais aptas a anularem choques externos na média geral, minimizando variações no produto local. Dessa forma, as economias mais diversificadas estariam em melhores condições para a adoção de taxas de câmbio fixas e para a formação de uma união monetária. É importante destacar, para posterior contraste com a Nova teoria das AMO, o posicionamento de Kenen em relação às políticas fiscal e monetária internas às áreas monetárias:

“Kenen (1969) também ressalta a importância da complementaridade entre a política fiscal e a política monetária, argumentando que a política fiscal não deve ter um domínio inferior que o da política monetária. A política fiscal deve ser utilizada para compensar diferenças regionais, seja em nível de renda ou de taxa de desemprego, podendo inclusive combater recessões localizadas”. (BLIKSTAD, 2015, p. 26). Grifos nossos.

A Nova teoria das AMO surgiu na década de 1990 e foi significativamente influenciada pelo Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e pela Hipótese dos Mercados Eficientes (HME). Em linhas gerais, o NCM postulava a existência de uma taxa natural de produto e de desemprego, de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos, da neutralidade da moeda no longo prazo, da existência de rigidez de preços e salários no curto prazo e da supremacia da política monetária frente à política fiscal¹⁵. Nessa concepção, a credibilidade da autoridade monetária tornava-se indispensável para a estabilidade dos preços e para a execução de ajustes com baixos custos sociais, cabendo ao banco central complacência alguma em relação à inflação. O crescimento sustentável econômico de longo prazo e a formação de empregos na economia, por sua vez, estariam fundamentalmente relacionados à estabilidade macroeconômica e às chamadas “reformas estruturais”, de caráter microeconômico. A própria teorização do NCM, incorporando a Crítica de Lucas¹⁶, seria microfundamentada. Já a HME defenderia que os preços dos ativos sempre refletiriam os

¹⁵O uso expansionista da política fiscal apenas resultaria em maior inflação e taxas de juros superiores no longo prazo.

¹⁶Em seu artigo de 1976, “The Phillips Curve and Labor Markets”, Lucas apresentou uma crítica metodológica à teoria keynesiana e aos modelos econométricos até então utilizados por ignorarem a formação de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos. As previsões desses modelos seriam inválidas na medida em que desconsiderariam as alterações de seus parâmetros fundamentais devido à antecipação por partes dos agentes dos efeitos das ações tomadas pelas autoridades econômicas. Para contornar este problema, toda teorização macroeconômica deveria ser microfundamentada.

fundamentos da “economia real” de acordo com as informações disponíveis para os participantes do mercado, de modo que, na ausência de intervenção governamental, os agentes seriam capazes de distribuir os recursos econômicos da melhor forma possível, mesmo que denominados em diferentes moedas (Belluzzo, 1995). Os fluxos de capitais e a alocação dos recursos econômicos seriam, portanto, fundamentalmente estabilizadores, convergindo para o equilíbrio walrasiano. A partir dessa concepção, a liberalização dos fluxos de capitais traria maiores ganhos de eficiência e de bem-estar.

De acordo com Blikstad (2015), a influência do NCM e da HME alterou permanentemente a percepção dos custos de se aderir a uma união monetária para a Nova teoria das AMO, que passou a minimizá-los em favor de seus benefícios. Isso se deu principalmente por conta da concepção de que a perda de autonomia das políticas econômicas, a qual a AMO tradicional afirmava ser o maior custo de adesão de uma união monetária por impossibilitar políticas que visassem o crescimento econômico e o pleno emprego, pudesse ser um fator positivo. De acordo com o NCM, as políticas econômicas discricionárias teriam apenas efeito no curto prazo devido à rigidez de preços e salários, resultando apenas em maiores índices de inflação e de taxas de juros no longo prazo. A perda de autonomia das políticas econômicas nacionais preveniria a ocorrência desse fenômeno. Adicionalmente, a união monetária possibilitaria que os países com históricos inflacionários mais elevados “importassem” a credibilidade das autoridades monetárias de países membros com históricos mais baixos de inflação, o que contribuiria para uma maior estabilidade macroeconômica nos países do primeiro grupo.

Para a Nova teoria das AMO, em consonância com o NCM, o banco central supranacional que se formaria em uma união monetária deveria ser completamente independente e conduzir sua política monetária de acordo com regras claras e bem especificadas. Desse modo, o banco central formado deveria buscar manter a credibilidade do país com a reputação mais anti-inflacionária entre os países membros e ser invariavelmente independente dos Estados Nacionais, sendo vedada a função de emprestador em última instância dos tesouros nacionais. Dessa forma, a credibilidade da autoridade monetária seria mantida.

Em relação à perda de autonomia cambial e à adoção de uma política monetária comum, tornar-se-ia necessária a convergência inflacionária entre os países para que fosse consistentemente mantido o índice geral de inflação sem maiores perturbações. Entretanto, como destaca Blikstad (2015), caso existissem divergências das taxas de inflação entre os países por conta de diferenças no crescimento da produtividade do trabalho, a inflação seria

estabilizadora em relação aos bens transacionáveis entre os países. Os países menos desenvolvidos, com maior crescimento de produtividade, apresentariam maiores índices de inflação e, conseqüentemente, tenderiam a se tornar menos competitivos conforme sua produtividade convergisse para a produtividade dos países mais avançados. O raciocínio inverso se aplicaria aos países mais desenvolvidos.

Por fim, é importante destacar o critério de endogeneidade da Nova teoria das AMO, que guarda profunda relação com a Crítica de Lucas. De acordo com esse critério, não seria possível presumir a viabilidade de se aderir a uma união monetária através da análise de dados históricos dos países, pois a própria implementação de uma união monetária modificaria as bases das economias participantes. Dessa forma, abriu-se a possibilidade de que as condições necessárias para a união monetária fossem conquistadas ex-post, ao invés de ex-ante. Os benefícios dessa união seriam refletidos no comércio e nos ciclos de negócios:

“Frankel e Rose (1996; 1997) argumentam que o processo de unificação monetária contribuiria significativamente para aumentar a integração comercial, mediante a diminuição dos custos de transação associados às trocas e pela supressão da taxa de câmbio entre os países membros. Mais importante, os países que possuísem uma maior integração comercial tenderiam a atingir uma maior correlação dos ciclos de negócios, aumentando a simetria dos choques. Com isso, os autores argumentam que qualquer análise levando em consideração os dados históricos seria ingênua, já que ambos os critérios, tanto de integração comercial como de correlação dos ciclos de negócios, são endógenos”. (BLIKSTAD, 2015, p. 38, 39).

Nessa análise, as formas endogeneidade seriam estendidas para a integração financeira, para a sincronização da produção, com simetria de choques, e para a flexibilidade dos mercados de produtos e de trabalho. Sendo assim, de fato, seriam elevados os incentivos para a adesão de uma união monetária.

Feitas essas observações, é importante analisar o processo concreto de integração monetária realizada entre os países europeus a partir dos anos 1970.

De acordo com Arestis, McCauley e Sawyer (1999), a implementação da união aduaneira por meio da CEE e o fim do sistema de Bretton Woods resultaram em rupturas na estabilidade cambial externa da CE e na retomada dos esforços de integração monetária. Em 1970, o Relatório Werner encarregou-se de propor etapas efetivas para estabelecimento de uma união monetária em 1980.

O Relatório Werner apresentava uma clara preocupação com os efeitos dos possíveis desequilíbrios econômicos entre os países em relação à livre movimentação de bens, de serviços e de capitais. Por conta disso, como destaca o Relatório, o estabelecimento de uma união monetária implicaria na transferência de grande parte da autonomia nacional para o

nível supranacional da Comunidade Europeia. Por um lado, o fracasso das propostas do Relatório guardou considerável relação com a falta de motivação entre os países de abdicarem de sua soberania nacional. Por outro, o fato de ter sido escrito durante a vigência do sistema de Bretton Woods, considerando a sua continuidade, contribuiu para a sua relativização mediante a posterior ruptura do sistema. No que diz respeito às AMO, é possível verificar a influência da AMO tradicional no Relatório Werner. Nas palavras de Blikstad:

“É possível associar algumas proposições do Relatório Werner com a primeira geração da AMO. O Werner Report (1970, p.10) afirma que: “Equilibrium within the Community would be realized at this stage in the same way as within a nation’s frontiers, thanks to the mobility of the factors of production and financial transfers by the public and private sectors”. A questão da mobilidade de fatores pode ser associada a Mundell (1961) e a ideia de transferências fiscais para compensar desequilíbrios regionais, presente na análise de Kenen (1969), teóricos das AMO da década de 1960. No caso de fatores de produção ociosos em um dos países membros (seja trabalho ou capital), a livre mobilidade dos fatores de produção iria resultar em uma migração desses fatores entre os países, restabelecendo a estabilidade. Devido a essa forma de manutenção do equilíbrio, o Relatório afirma que apenas a posição do balanço de pagamentos em relação ao mundo teria alguma importância”. (BLIKSTAD, 2015, p. 75).

De todo modo, o Relatório foi responsável pela criação da chamada Serpente Europeia. A Serpente Europeia era basicamente uma tentativa de limitar as variações cambiais internas à CE, com o objetivo de favorecer o comércio regional. Dentro desse sistema, as flutuações bilaterais das moedas não poderiam ultrapassar 4,5%. Após a saída da Itália, da França e do Reino Unido, entretanto, a Serpente se tornaria praticamente uma zona do marco alemão, perdendo a sua proposta original. Em grande medida, o fracasso da Serpente decorreu, justamente, do fim do regime de Bretton Woods, com a livre flutuação do dólar e às turbulências econômicas da década de 1970.

A instabilidade econômica e a falta de consenso em torno de uma política monetária dificultariam a coordenação das políticas econômicas no contexto de 1970. Dessa maneira, apesar do reconhecimento de sua eventual necessidade, foram poucos os esforços concretos em torno de uma união monetária. Dois fatos importantes a serem lembrados, entretanto, é que nesse período ocorreu o fortalecimento da referência alemã como âncora anti-inflacionária¹⁷ e o aprofundamento da aplicação das políticas pró-mercado. Posteriormente, ambos os fatores estiveram presentes como influências para o estabelecimento da união monetária e na condução das políticas econômicas.

¹⁷ É importante destacar que a Alemanha, como uma das maiores economias da Europa continental, sempre gozou de considerável influência em suas ações econômicas. Além disso, a busca inflexível pela estabilidade de preços já estaria presente desde o final da hiperinflação no país.

Na década de 1980, a Alemanha tornou-se uma referência ainda maior na condução da política econômica, a qual se aprofundou no supply-side economics, na austeridade fiscal e nas políticas pró-mercado. Ao mesmo tempo, consolidou-se ainda mais o prestígio do Bundesbank¹⁸ com relação à estabilidade de preços e à busca inflexível de sua manutenção. Esse direcionamento, por sua vez, esteve no cerne do arranjo institucional do futuro Banco Central Europeu. Adicionalmente, cabe ressaltar que a Alemanha já se apresentava como a maior economia do continente europeu, contando com a maior renda per capita entre os países do bloco. Sua influência e importância, portanto, tornava-se ainda mais latente.

A substituição da Serpente Europeia foi feita em 1979, com a instituição do Sistema Monetário Europeu (SME). De acordo com Arestis, McCauley e Sawyer (1999), eram três os objetivos do SME. O primeiro seria a criação de uma “zona de estabilidade monetária”, que combinaria baixos índices inflacionários com taxas de câmbio estáveis. O segundo seria a cooperação da política econômica entre os países membros, inclusive no que diz respeito à política externa. Por fim, o terceiro seria o assentamento das bases para a convergência econômica e monetária, em direção a uma futura união monetária. De certa maneira, o SME previa a conciliação das pretensões francesas em busca de um sistema mais simétrico do que a Serpente com a intransigência alemã em relação ao controle de preços. Na prática, entretanto, o SME consolidaria a liderança anti-inflacionária alemã e a orientação do Bundesbank na política monetária do grupo (Blikstad, 2015).

Para alcançar os seus objetivos, o SME implementou o chamado Exchange Rate Mechanism (ERM), que contava com quatro componentes. Esses eram 1) a European Currency Unit (ECU), 2) uma grade de paridades cambiais, 3) um indicador de divergência, e 4) o provisionamento de crédito. A ECU era uma referência monetária baseada em uma cesta ponderada de moedas europeias. A grade de paridades cambiais estabelecia uma relação mutuamente aceita entre as diversas taxas de câmbio, a partir das quais apenas pequenas variações eram permitidas. Caso contrário, propunha-se a intervenção dos Bancos Centrais nacionais. O indicador de divergência aplicava-se igualmente a moedas fracas e fortes, com o objetivo de introduzir uma simetria no SME. Adicionalmente, deveria ocorrer uma divisão igualitária entre os países em relação aos ajustes de balanço de pagamentos. Por fim, o provisionamento de crédito era direcionado aos Bancos Centrais nacionais para a intervenção nos mercados cambiais.

¹⁸ Banco central alemão.

A despeito de formalmente evitar as assimetrias entre os países, o SME acabava por permitir a existência de assimetrias, sendo que os fardos dos ajustes de balanços de pagamentos poderiam ser desigualmente distribuídos, desfavorecendo os países deficitários e com moedas mais fracas:

“The EMS faced the asymmetry problem of a fixed exchange rate system that deficit countries are under pressure to deflate but surplus countries are not under similar pressure to reflate. When two currencies reached their agreed limits, both countries had to intervene in the strong currency to buy the weak currency. The weak currency country could use very short term facility to fund intervention. But a problem existed when a currency approached its lower limit, speculators would enter the foreign exchange market selling the over-valued currency, this would force the weak country to intervene before the currency reached its limit. This intramarginal intervention was discretionary and the strong currency country was not bound to take action, nor was very short term facility available. The full burden of adjustment falls on the weak currency. The rules of the EMS may have been constructed to insure that the immediate effects of intervention were perfectly symmetric. However, the final liquidity effects need not to be symmetric”. (ARESTIS, MCCAULEY e SAWYER, 1999, p. 21).

De todo modo, o SME seria bem-sucedido na criação de um cenário com convergência inflacionária e estabilidade cambial durante os anos 1980. Pouco a pouco, formou-se também um consenso em torno das políticas market-oriented e de austeridade fiscal no continente europeu.

Os posteriores avanços em direção à integração monetária se dariam em 1986, com o Ato Único Europeu (AUE). Como discutido na seção 1.1, o AUE previa o fim de todas as barreiras comerciais e institucionais para a livre circulação de bens, serviços e de capitais no final do ano de 1992. A partir de então, seria necessária uma maior coordenação das políticas econômicas. O primeiro acordo a introduzir medidas nesse sentido seria o de Basle/Nyborg, em 1987. Em linhas gerais, o acordo introduzia uma série de modificações institucionais visando o aprimoramento do SME e a conquista de um grau mais elevado de coordenação econômica. Nesse ponto, destaca-se também o início de uma maior complacência em relação à liberalização financeira, uma vez que essa poderia ser proporcionar uma melhor eficiência alocativa dos recursos e um disciplinamento efetivo das políticas fiscal e monetária dos países individuais.

Ao final do período considerado pelo AUE, o SME teria sido exitoso na promoção da convergência inflacionária, das taxas de juros e da dívida pública como percentual do PIB

entre os países membros. Bastava no momento a execução dos últimos passos para a efetivação do mercado comum e da união monetária¹⁹.

Como anteriormente destacado, foi o Relatório Delors que estabeleceu novas etapas para a formação de uma união monetária, em 1989. As condições para a formação da união monetária já haviam sido estabelecidas pelo Relatório Werner, em 1970, sendo elas 1) a completa conversão das moedas, 2) a total liberalização dos fluxos de capitais e integração dos mercados financeiros, e 3) a irreversível fixação das paridades cambiais. A primeira etapa já havia sido alcançada por meio do SME e a execução da segunda etapa estava prevista para o início dos anos de 1990. A terceira etapa seria realizada por meio de três etapas, cujos objetivos seriam a convergência nominal, a coordenação das políticas econômicas e a implementação da moeda comum contando com um novo banco central supranacional. Por fim, cabe ressaltar que, em realidade, todas essas etapas foram estabelecidas em sua versão final apenas pelo Tratado de Maastricht, de 1992.

A primeira etapa do Tratado de Maastricht consolidaria a formação do mercado comum, a partir da completa livre movimentação de bens, serviços, capitais e trabalho. Adicionalmente, até final do cumprimento dessa etapa, os países deveriam garantir o processo de convergência nominal necessário para o estabelecimento da união monetária, incluindo as restrições presentes para a política fiscal.

Na segunda etapa, seria estabelecido o Instituto Monetário Europeu (IME), o qual aumentaria a cooperação entre os bancos centrais nacionais e garantiria a manutenção da estabilidade de preços durante o processo. Além disso, seria necessária a instituição formal da independência dos bancos centrais nacionais e a permanente impossibilidade de se financiarem mediante instituições públicas. Ainda na segunda etapa, o IME teria como tarefa a execução dos procedimentos requeridos para o estabelecimento do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), que seria constituído pelo banco central supranacional e os bancos centrais nacionais dos países da união europeia.

Por fim, no terceiro estágio, o IME seria formalmente substituído pelo Banco Central Europeu (BCE), que contaria com plena independência política, em caráter efetivamente autônomo e supranacional. Como discutido, tais etapas foram concluídas de acordo com as suas proposições práticas e teóricas e o euro foi virtualmente instituído em 1999.

¹⁹ Cumpre destacar que tais passos, aqui formalmente descritos, não ocorreriam desprovidos de certas turbulências. A reunificação da Alemanha no início dos anos de 1990 e a forte elevação das taxa de juros alemã nesse período foram exemplares nesse sentido.

Em linhas gerais, foram essas as bases históricas dos processos de integração econômica e monetária europeus. Na seção seguinte, analisa-se o funcionamento do Banco Central Europeu e do Eurosistema.

1.3. O Banco Central Europeu e o Eurosistema

A partir da substituição do Instituto Monetário Europeu pelo Banco Central Europeu em junho de 1998, a política monetária da zona do euro passou ser definitivamente supranacional. Além disso, as diretrizes da política monetária, esclarecidas nos Tratados da União Europeia, do Funcionamento da União Europeia e no Estatuto do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), adquiriram um caráter quase constitucional. Com essas mudanças, os bancos centrais nacionais dos países que optaram pela adoção do euro sofreram permanentes alterações em suas formas de funcionamento, abdicando grande parte de suas funções para o Banco Central Europeu. Apesar da perda de autonomia, o papel dos bancos centrais nacionais no novo sistema permaneceu relativamente relevante, sendo a eles reservadas tarefas específicas dentro do funcionamento do Eurosistema.

Com a adoção do euro e a implementação do BCE, foram definidos o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e o Eurosistema. O SEBC é composto por todos os bancos centrais nacionais dos países membros da União Europeia, assim como pelo BCE. O Eurosistema, por outro lado, consiste no BCE e em todos os bancos centrais nacionais dos países que adotaram a moeda comum. Nesta seção, o foco da análise será apenas no funcionamento do BCE e do Eurosistema, considerando seus arcabouços institucionais e as formas pelas quais se relacionam atualmente.

O BCE possui dois conselhos tomadores de decisões, sendo eles o "Executive Board" e o "Governing Council". O Executive Board é composto por quatro membros do BCE e pelo presidente e vice-presidente da instituição. As principais responsabilidades desse conselho são 1) a preparação dos encontros do Governing Council; 2) a implementação da política monetária na zona do euro de acordo com as decisões e diretrizes estabelecidas pelo Governing Council por meio de instruções específicas aos bancos centrais nacionais; 3) a gestão diária de assuntos relacionados ao BCE, e; 4) o exercício de certos poderes, incluindo poderes regulatórios, delegados a ele pelo Governing Council. A partir dessas atribuições, é possível verificar a primazia do Governing Council na tomada de decisões e o caráter preponderantemente operacional do Executive Board. Institucionalmente, tal fato pode ser explicado pela própria composição do primeiro conselho. O Governing Council é composto

pelos membros do Executive Board e por todos os presidentes dos bancos centrais nacionais da zona do euro. Dessa forma, faz-se possível com que as decisões de política monetária sejam tomadas com a participação de todos aqueles que serão por ela afetados diretamente. As principais atribuições do Governing Council são 1) a formulação da política monetária na zona do euro; e 2) o estabelecimento de diretrizes e decisões necessárias para assegurar o pleno funcionamento do Eurosistema.

Os bancos centrais nacionais, apesar de sua forte filiação com o BCE, possuem uma identidade legal independente, em linha com as legislações vigentes em seus respectivos países²⁰. Dentro do Eurosistema, as atribuições dos bancos centrais nacionais são as seguintes: 1) a operacionalização da política monetária de acordo com as instruções do BCE, assim como a execução de compensações financeiras internas e externas; 2) a gestão das reservas internacionais em suas próprias contas, atuando como agentes do BCE; 3) a coleta de dados estatísticos em seus respectivos países, devidamente reportadas ao BCE; 4) a emissão de papel moeda em território nacional, em plena consonância com as ordens do BCE; 5) a execução de outras funções não especificadas como obrigações legais no Estatuto do SEBC; 6) a supervisão e a regulação dos sistemas financeiros nacionais, de acordo com as legislações de seus respectivos países; e 7) a aplicação de suas atribuições adicionais em território nacional, delimitadas pela legislação de seus países. Nesse ponto, cumpre ressaltar que, tal como o BCE, aos bancos centrais nacionais é vedado o acesso exclusivo ao crédito privado, assim como é terminantemente proibido o financiamento de instituições públicas dentro da zona do euro²¹. Sendo assim, aos bancos centrais nacionais não é permitida a compra de títulos públicos soberanos nem a monetização da dívida pública.

Em respeito ao Tratado de Maastricht, tanto o BCE quanto os bancos centrais nacionais são operacional e politicamente independentes. Desse modo, o Eurosistema como um todo poderia ser considerado plenamente livre de pressões políticas para a execução de suas atribuições. A imunização das autoridades monetárias às pressões dos ciclos políticos, dentro do arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), é de fundamental importância para o cumprimento da estabilidade de preços. Em relação ao não financiamento das entidades públicas e a independência do BCE, o excerto a seguir é categórico:

“The institutional framework of the single monetary policy is based on two fundamental principles that are indispensable for sound monetary policy-making. First, the central bank’s mandate shall focus clearly and unambiguously on

²⁰ Atualmente, 19 bancos centrais nacionais fazem parte da zona do euro.

²¹ Artigos nº 123, 124 e 125 do Treaty on the Functioning of the European Union.

maintaining price stability. Second, the central bank shall be independent. With the ratification of the Lisbon Treaty, the assignment of a clear and unambiguous mandate to the ECB to maintain price stability was confirmed, and even reinforced, by the elevation of the primary objective of the ECB – price stability – to an objective of the European Union as a whole. The ECB is granted full independence from political inference in the fulfillment of this mandate, including the prohibition of monetary financing of public authorities”. (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2011, p. 9).

No Eurosistema, a política monetária ocupa-se primordialmente da estabilidade de preços. Apenas na garantia dessa estabilidade no médio prazo é que é permitido à política monetária ocupar-se de outras ações que contribuam para a formação de uma economia "com crescimento balanceado, altamente competitiva, que busca o pleno emprego e o progresso social"²². Inicialmente, é possível afirmar que essa regra encontra as suas origens na concepção de neutralidade da moeda no longo prazo, a qual é considerada pelo BCE teórica e empiricamente validada. Sendo assim, justifica-se a proposição de que a melhor que a política monetária pode oferecer ao crescimento econômico sustentado é a estabilidade de preços. Do contrário, caso a política monetária se desvie dessa diretriz, o único resultado possível será uma alteração nos níveis de inflação, uma vez que o crescimento econômico, nessa concepção, é unicamente determinado por variáveis reais, como tecnologia, crescimento populacional e preferências dos agentes econômicos.

É importante destacar que a argumentação do BCE não ressalta a estabilidade de preços como a melhor contribuição que a política monetária poderia oferecer para o crescimento econômico apenas por ser uma das únicas possíveis, mas também por existirem benefícios econômicos consistentes em aplicá-la. Entre eles, estariam 1) a transparência dos preços relativos; 2) a diminuição do prêmio de risco inflacionário nas taxas de juros; 3) a precaução contra hedges inflacionários desnecessários²³; 4) a redução de distorções nos sistemas tributário e de seguridade social; 5) o aumento da utilidade na operacionalização de papel-moeda; 6) a prevenção da distribuição arbitrária de renda e riqueza; e 7) uma contribuição relevante para a estabilidade financeira. De forma geral, todos esses fatores contribuiriam positivamente para a alocação eficiente de recursos na economia e para o nível de bem-estar da população.

Na zona do euro, a estabilidade de preços é definida a partir do “Índice Harmonizado de Preços ao Consumir” (IHPC), que deve apresentar uma inflação próxima, mas abaixo de 2% no médio prazo. O IHPC compreende toda a área do euro e é calculado por meio de uma

²² Artigo terceiro do Treaty on European Union. Tradução livre.

²³ Como estocar bens, por exemplo.

média ponderada das taxas de inflação de seus países membros. Por conta da referência do médio prazo de inflação, a política monetária na zona do euro deve ser sempre forward-looking, considerando os lags temporais dos mecanismos de transmissão das medidas monetárias.

Existem três taxas oficiais de juros na zona do euro, sendo elas a "main refinancing operations rate", a "marginal lending facility rate" e a "deposit facility rate". A primeira é a principal taxa de juros de curto prazo da zona do euro, sendo determinada pelo BCE no mercado monetário por meio de operações no open-market. A segunda é a taxa de juros cobrada pelo BCE para o fornecimento de crédito aos bancos comerciais, em operações de redesconto de liquidez. A terceira, por fim, remunera as reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao BCE. Tanto a marginal facility rate quanto a deposit facility rate fazem parte do conjunto de standing facilities do BCE e fornecerem respectivamente um limite superior e um limite inferior para o "Euro Overnight Index Average" (EONIA), que representa a taxa de juros overnight média do mercado interbancário.

O principal canal de transmissão da política monetária é o canal de juros. Por meio de alterações via open-market da main refinancing operations rate, o BCE afeta diretamente o custo de liquidez para os bancos comerciais, que repassam os seus custos para as taxas dos mercados monetário e creditício (canal de crédito). Dessa forma, os agentes econômicos se deparam com novos custos e modificam suas decisões de investimento, consumo, poupança e alocação de ativos. Essas decisões, por sua vez, alteram a demanda agregada e, conseqüentemente, os preços, os salários e o valor dos ativos. Por fim, essas alterações determinam um novo patamar de inflação. É importante ressaltar que, nesse processo, existem lags temporais e diversos fatores externos que podem afetar o seu desenvolvimento. Entre os fatores externos, destacam-se alterações nos preços das commodities, nos prêmios de risco, na economia global e na política fiscal. Dentro de suas limitações, o BCE monitora atentamente esses fatores e as formas como eles afetam a implementação da política monetária.

Outro canal da transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio. Considerando risco e arbitragem, modificações nas taxas de juros afetam a taxa de câmbio conforme os fluxos de capitais internacionais são alocados na economia global. As alterações na taxa de câmbio, por sua vez, são capazes de impactar a inflação por meio de dois mecanismos. O primeiro é o dos preços dos bens importados no consumo e na produção. O segundo é o impacto das variações nas importações sobre a competição interna, que pode acirrar ou diminuir conforme o câmbio valoriza ou desvaloriza. Como isso afeta diretamente a produção, é esperado que influencie também a taxa de inflação. De todo modo, é possível

argumentar que, na zona do Euro, onde a maior parte das relações econômicas de seus países membros ocorre entre eles, esse canal de transmissão acaba por perder boa parte de sua potência.

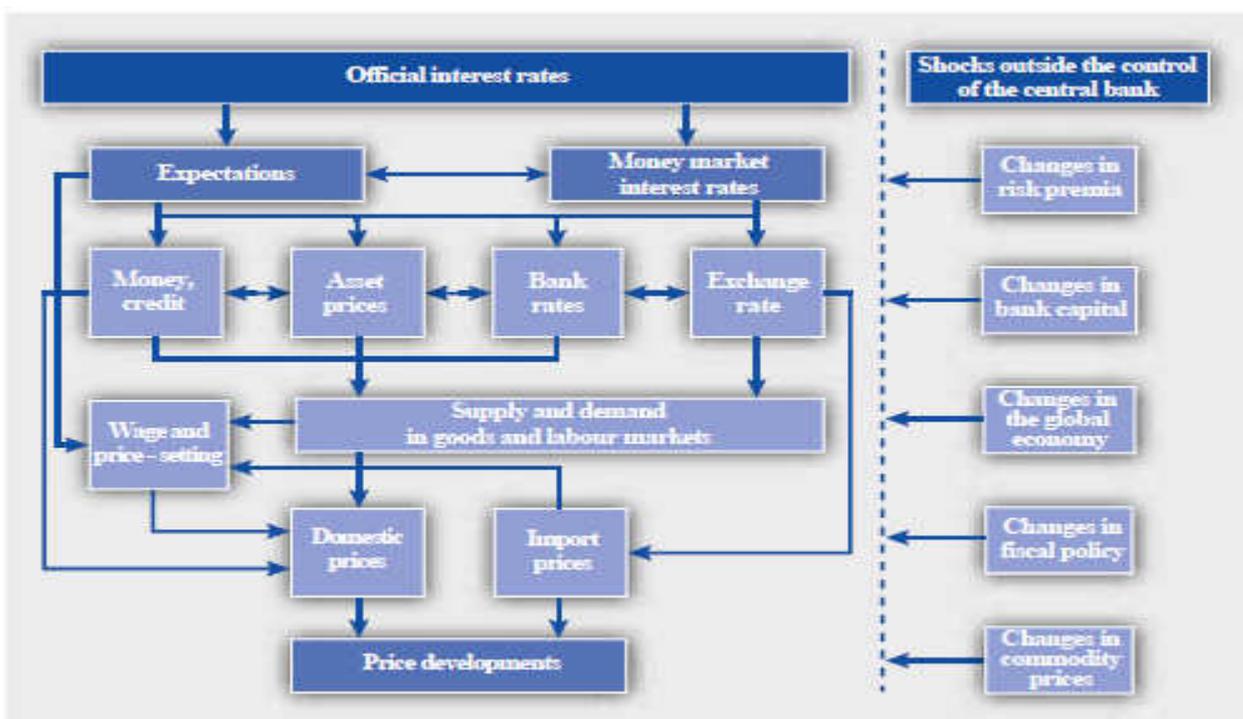
Um terceiro canal de transmissão da política monetária é o canal das expectativas. Em linhas gerais, trata-se da influência do BCE nas expectativas dos agentes econômicos, as quais devem estar devidamente ancoradas para evitar desenvolvimentos indesejados do índice de inflação. As expectativas atuam principalmente via definição de preços, salários e alocação dos ativos. Nesse ponto, a credibilidade do BCE, junto com o seu grau de transparência, são fundamentais para manter as expectativas devidamente estáveis.

Os principais canais de transmissão da política monetária na zona do euro e os fatores externos que podem vir a influenciá-la estão representados na figura 1.

Feitas essas observações a respeito dos canais de transmissão da política monetária, cabe detalhar os procedimentos operacionais do BCE. Em geral, esses procedimentos podem ser divididos em dois grupos, sendo eles as operações via open market e as standing facilities.

As operações no open market são quatro, as main refinancing operations (MROs), as longer-term refinancing operations (LTROs), as fine-tuning operations (FTOs) e as structural operations. Todas essas operações são realizadas de forma descentralizada pelos bancos centrais nacionais.

Figura 1 - Os canais de transmissão da política monetária



Fonte: Banco Central Europeu. *The Monetary Policy of the ECB*, 2011, p. 59.

As MROs são operações cotidianas do BCE e representam o principal instrumento de política monetária do Eurosistema. Nessas operações, o BCE empresta recursos no mercado com os objetivos de influenciar a main refinancing operations rate, adequar a liquidez disponível e realizar sinalizações ao mercado. É importante ressaltar que não apenas essa forma de operação como todas as outras similares exigem a presença de colaterais para serem executadas e só podem ser executadas com instituições que preencham os critérios de elegibilidade do BCE. As MROs são feitas por meio de operações compromissadas, possuem maturidade média de uma semana e podem ter taxas fixas ou variáveis.

As LTROs são semelhantes às MROs, mas diferem em sua maturidade. As LTROs possuem prazos de três, seis ou doze meses. Seu principal objetivo é o fornecimento de liquidez de médio prazo para o sistema bancário.

As FTOs não possuem padronização e são executadas ad hoc. Normalmente, elas são utilizadas para contrapor flutuações inesperadas da liquidez do mercado e suavizar as suas oscilações. Na maior parte das vezes, essas operações são realizadas por operações compromissadas, mas também podem tomar a forma de swaps cambiais ou depósitos de termo fixo.

Structural operations são executadas por iniciativa do BCE com o objetivo de ajustar a liquidez estrutural do Eurosistema frente ao setor financeiro, ou seja, a liquidez de médio e longo prazo. Assim como as FTOs, essas operações são bastante flexíveis e podem ser consideravelmente ajustadas para determinadas situações.

As standing facilities são procedimentos de maturidade overnight, que podem provisionar ou enxugar liquidez por iniciativa das instituições financeiras. São elas a marginal lending facility e a deposit facility. Como discutido, há pouco incentivo para os bancos utilizarem essas comodidades, pois suas taxas de juros são punitivas, sendo acima da EONIA para empréstimos e abaixo da EONIA para depósitos.

Dito isso, é importante compreender a forma de análise do BCE para a determinação de sua política monetária. O BCE utiliza dois pilares analíticos para a concepção de suas ações. O primeiro pilar consiste em uma análise econômica, com ênfase nos determinantes de curto e de médio prazo para a evolução dos preços. Em grande medida, a ênfase dessa análise se dá na atividade econômica real e nas condições financeiras da economia. O segundo pilar tem como base uma análise dos agregados monetários, com o objetivo de estabelecer uma âncora nominal para os prognósticos de inflação a partir do controle da oferta de moeda.

Como é possível verificar, são latentes as presenças das teorias do NCM e monetarista²⁴ no primeiro e no segundo pilares, respectivamente.

Por fim, é interessante destacar que o BCE formalmente se opõe à utilização de políticas fiscais ativas para o estímulo da demanda agregada, pois estas poderiam causar instabilidades inflacionárias e efeitos de spill-over para os demais países da zona do euro. Dessa maneira, de acordo com o BCE, as políticas fiscais dos Estados Nacionais deveriam seguir as diretrizes do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), descrito na seção 1.1.

1.4. As Críticas Pós-Keynesianas ao Arranjo Institucional da Zona do Euro

Antes de discorrer a respeito das críticas pós-keynesianas ao arranjo institucional da zona do euro, cumpre realizar uma breve exposição sobre as principais características dessa escola de pensamento. A teoria pós-keynesiana se desenvolveu a partir de uma retomada das proposições de Keynes em seu livro “The General Theory of Employment, Interest and Money”, de 1936, e de um aprofundamento de suas ideias, em contraste à chamada “Síntese Neoclássica”²⁵ e aos seus posteriores desenvolvimentos.

Em linhas gerais, a concepção pós-keynesiana parte da rejeição, originalmente realizada por Keynes, de três axiomas que fundamentam a teoria econômica tradicional, a saber, o axioma da ergodicidade²⁶, o axioma da substituição²⁷ e o axioma da neutralidade da moeda²⁸. Embora a escola pós-keynesiana não seja homogênea, existem, segundo Thirlwall (1993), seis proposições consensuais dessa linha de pensamento: 1) o nível de emprego é determinado pelas decisões de investimento e não no âmbito estrito do mercado de trabalho; 2) existe desemprego involuntário e ele é causado por deficiências na demanda efetiva; 3) a relação entre investimento e poupança é de fundamental entendimento, sendo o investimento o determinante da poupança, não o inverso; 4) a moeda não é neutra nem no curto prazo, nem no longo prazo, sendo as relações de endividamento essenciais para o entendimento da dinâmica econômica; 5) a Teoria Quantitativa da Moeda apresenta inconsistências e a inflação

²⁴ A teoria monetarista, que encontrou seu maior expoente em Milton Friedman, afirmava que o controle da inflação passava, indubitavelmente, pelo controle e pelo acompanhamento dos agregados monetários a partir de regras claras e bem definidas, sendo a inflação, em última instância, sempre um fenômeno monetário, ou seja, relacionado à oferta de moeda na economia e ao seu crescimento ao longo do tempo.

²⁵ Os maiores expoentes dessa vertente foram John Hicks, Paul Samuelson e Franco Modigliani. De acordo com os pós-keynesianos, ao tentarem formalizar as ideias de Keynes, os autores da Síntese Neoclássica modificaram certas proposições da teoria keynesiana, desconsiderando importantes aspectos das concepções de Keynes.

²⁶ De acordo com esse axioma, o futuro pode ser inferido a partir de acontecimentos passados, sendo passível de conhecimento a partir de cálculos probabilísticos.

²⁷ Em linhas gerais, esse axioma postula que a moeda poderia ser substituída por outros ativos.

²⁸ O axioma da neutralidade da moeda implica que a moeda (e, logo, a política monetária) afetaria apenas o nível de preços, sendo incapaz de alterar o nível de produto e de emprego no longo prazo.

de custos pode ocorrer antes que seja alcançado o pleno emprego; e 6) as economias capitalistas são conduzidas pelo “animal spirits” dos investidores, que determinam as suas decisões de investimento. A partir da postulação do “princípio da demanda efetiva”²⁹ e da consequente negação da Lei de Say³⁰, a teoria pós-keynesiana defende que as economias capitalistas são inerentemente instáveis e apenas de forma coincidente e esporádica alcançam o pleno emprego sem a intervenção estatal ativa³¹, sendo necessária a utilização de políticas fiscais e monetárias por parte do Estado, visando o crescimento econômico sustentado.

No que diz respeito à zona do euro, as críticas pós-keynesianas apresentam como ponto fundamental de discussão as consequências de sua rigidez institucional. Em contexto de ausência de autonomia monetária e cambial, além de elevada rigidez fiscal, argumenta-se que o arranjo institucional da zona do euro impõe a necessidade de ajustes deflacionários para o equilíbrio de conta corrente dos países membros e é incapaz de prevenir e de lidar efetivamente com crises financeiras graves, pautadas pelo aumento da incerteza e da preferência pela liquidez.

De acordo com Arestis e Sawyer (2011), muitas das falhas institucionais da atual zona do euro remontam à constituição da União Econômica e Monetária (UEM) e à implementação do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Os critérios de convergência entre os países, ao desconsiderarem uma série de fatores, teriam provocado permanentes assimetrias entre os membros da zona do euro. Ao mesmo tempo, nenhum mecanismo institucional teria sido estabelecido para a correção dessas assimetrias. As falhas na constituição da UEM e do PEC, tratadas a seguir, teriam sido as seguintes: 1) foco nas variáveis nominais em vez de reais; 2) análise insuficiente das taxas de câmbio fixadas no momento de entrada na UEM; 3) desconsideração dos patamares e da dinâmica de déficits e superávits em conta corrente entre países membros; 4) análise insuficiente dos diferentes mecanismos de inflação dos países membros; 5) inadequação dos parâmetros fiscais, baseados em metas numéricas operantes em âmbito nacional; 6) o impedimento da provisão de suporte para os governos nacionais e da coordenação das políticas monetária e fiscal por conta da independência do Banco Central Europeu; 7) a supervisão e a regulação financeira descentralizadas, sob a responsabilidade dos bancos centrais nacionais; e 8) a aplicação de políticas monetárias do tipo “one size fits all”³².

²⁹ Princípio a partir do qual o gasto é a origem da renda, sendo os níveis de produto e de emprego determinados, fundamentalmente, pela demanda e não pela oferta, inclusive no longo prazo.

³⁰ Em linhas gerais, a Lei de Say afirma que a oferta gera a sua própria demanda, correspondentemente.

³¹ Em contraste à teoria econômica “mainstream”, a vertente pós-keynesiana nega a noção de ineficiência das políticas fiscais e monetárias discricionárias, inclusive no longo prazo.

³² Aplicação de uma mesma política monetária a um grupo heterogêneo de países, independentemente do fato de apresentarem, individualmente, características e necessidades distintas.

O foco em variáveis nominais em vez de reais estaria essencialmente relacionado às diretrizes do PEC. Como discutido, o PEC afirma que os países deveriam manter a sua relação dívida/PIB no patamar máximo de 60% e evitarem déficits superiores a 3% do PIB. O grande problema, como destacam Arestis e Sawyer, seria que um déficit nominal nulo seria equivalente, em realidade, a um superávit em termos reais, dada a taxa de inflação. Além disso, uma relação dívida/PIB estável de 60% apenas seria compatível com um déficit de 3% do PIB caso o crescimento nominal fosse igual a 5%, o que é um patamar consideravelmente alto para ser mantido enquanto média de crescimento. Adicionalmente, é importante ressaltar que as referências de 3% e 60% para o déficit público e para a relação dívida/PIB, respectivamente, foram definidas de forma substancialmente arbitrárias, inexistindo quaisquer estudos empíricos para a sua fundamentação. Considerando essas observações, cabe ainda destacar que não existem limites estabelecidos pelo PEC para superávits e que as metas numéricas das contas públicas não consideram nenhum outro fator além da busca de déficits nulos. Dessa forma, dada a assimetria dessas condições, os países da zona do euro seriam permanentemente compelidos a uma situação deflacionária para sustentarem os superávits necessários para o cumprimento do PEC, privando-os do uso da política fiscal para o estímulo do emprego e do crescimento econômico³³.

Um outro ponto importante relacionado a essa argumentação é o da insuficiência de transferências fiscais na zona do euro para a contraposição de choques e adversidades em determinados países. Segundo a teoria da AMO tradicional, na ausência da possibilidade de manipulação das taxas de câmbio visando o aumento da demanda pelas exportações, os ajustes a choques em uniões monetárias poderiam se dar de três maneiras principais, sendo elas via flexibilidade de preços, mobilidade de trabalho ou transferências fiscais. De acordo com Arestis e Sawyer (2011), não existiriam evidências empíricas de que a flexibilidade de preços e a mobilidade de trabalho na zona do euro seriam altas o suficiente para efetuarem esse tipo de ajuste. Sendo assim, a saída teria de ser via transferências fiscais. As transferências fiscais na zona do euro, entretanto, podem ser consideradas bastante insatisfatórias, dado o reduzido orçamento da União Europeia, o qual tem se situado ao redor de 1% do PIB regional no período recente. Na ausência de transferências fiscais, da flexibilidade de preços e da mobilidade de trabalho, não resta outra saída aos países a não ser ajustes deflacionários internos para o estímulo das exportações. Tais ajustes, todavia, além de

³³ Arestis e Sawyer defendem uma concepção alternativa das finalidades das finanças públicas. Nessa visão, chamada de "funcional finance", a política fiscal deveria ser utilizada para a sustentação de um alto nível de atividade econômica e os limites dos déficits públicos deveriam ser calculados considerando fatores como as propensões a investir, a poupar, a importar e a exportar.

provocarem a queda dos preços e dos salários, seriam normalmente acompanhados pela queda da atividade econômica e pelo aumento do nível de desemprego.

Um raciocínio semelhante é aplicável em relação à dinâmica de déficits e superávits em conta corrente na zona do euro. Inicialmente, é importante destacar que as taxas de câmbio fixadas na constituição da UEM foram, segundo Arestis e Sawyer, condescendentes com assimetrias entre os países membros no que diz respeito à dinâmica de déficits e superávits em conta corrente. Para os países periféricos, especificamente, a taxa de câmbio teria sido estabelecida em patamares sobrevalorizados, estimulando os déficits em conta corrente. Adicionalmente, há de se considerar os diferenciais de produtividade entre os países centrais e periféricos, os quais seriam fatores adicionais para o estímulo dos déficits em um mercado comum. Por fim, deve-se ainda considerar que a uniformização das taxas de juros na zona do euro, da forma "one size fits all", garantiria o influxo de capitais para os países periféricos financiarem os seus déficits apenas em condições favoráveis de expectativas e de baixa incerteza. Do contrário, tais déficits seriam (e foram, com a eclosão da crise financeira de 2008), seriamente problemáticos.

Nessa situação, sem poder contar com autonomia monetária e cambial, além de elevada rigidez fiscal, sendo o euro uma moeda "estrangeira" para os países membros, que não detêm a capacidade de sua emissão nem de sua desvalorização, a única possibilidade restante seria a aplicação de ajustes deflacionários, tal como anteriormente ocorria no padrão libra-ouro (Oliveira e Wolf, 2017). O padrão libra-ouro, entretanto, contava com a presença de um prestador e um comprador de última instância para países centrais em situações seriamente adversas, visando à sustentação do sistema. Na atual zona do euro, o BCE é proibido de atuar como prestador de última instância para os tesouros nacionais, além de apresentar complicações na efetivação dessa função, inclusive para o sistema financeiro. A Alemanha, por sua vez, atual potência hegemônica europeia, não se dispõe a atuar como compradora em última instância, o que dificulta sobremaneira a estabilidade econômica regional (Oliveira e Wolf, 2017). Para Oliveira e Wolf (2017), a manutenção sustentável de um padrão institucional como o do euro, prevenindo o desenvolvimento perverso de suas assimetrias na ausência da possibilidade de alteração de seu arranjo institucional, requer a cooperação econômica internacional e a efetivação das funções de comprador e prestador em última instância pela potência hegemônica, em semelhança com o padrão libra-ouro:

"Moreover, as demonstrated by Kindleberger (1986, 1989), there was at that time a country not only able, but also willing to take responsibility for the stability of the system by carrying out two main functions, namely: i) to assure a market for goods

and services of other countries whenever this market was required (the role of purchaser of last resort); and ii) to assure liquidity for other countries whenever such liquidity was required (the role of lender of last resort). By executing these two main functions, England was able to assure the prevalence of the British gold standard for an extensive period, despite the rigidities of this institutionality for participating countries". (OLIVEIRA, WOLF, 2017, p. 150).

Em relação à constituição da UEM, foram também desconsiderados os diferentes mecanismos de desenvolvimento e propagação da inflação em cada país, em favor da já mencionada política do tipo "one size fits all". Para o NCM, base teórica do arranjo institucional da zona do euro, a devida manipulação da taxa de juros de curto prazo pelo BCE seria suficiente para o efetivo controle da inflação nos países, tendo sido respeitados os critérios de convergência. Pela ótica de inflação de custos, a inflação é essencialmente influenciada por custos de importação e de salários. Na zona do euro, embora os custos de importação sejam semelhantes entre os países, o custo da mão-de-obra varia significativamente, de acordo com a política salarial de cada país. Essas diferenças salariais, que impactam o índice de inflação em cada país e não foram previamente coordenadas em âmbito regional, não podem ser individualmente alteradas pela política monetária. Dessa forma, dada a dinâmica dos salários, é possível que países cujo custo da mão-de-obra seja maior³⁴ estejam com uma taxa de juros real inferior a adequada, sendo o inverso aplicável para países de baixo custo da mão-de-obra. Adicionalmente, não houve preocupação, na formação da UEM, de considerar as diferenças nos ciclos econômicos³⁵ e nos padrões de desemprego entre os países. Segundo o NCM, tal preocupação não seria consistente pela expectativa de convergência econômica após a formação da UEM, como discutido anteriormente. Entretanto, essa convergência nos quesitos mencionados não se verificou (Arestis e Sawyer, 2011). Nesse caso, os países periféricos, que tradicionalmente contam com uma taxa de desemprego mais elevada em relação aos centrais, sofrem certas complicações:

"A country with high unemployment record would have to find additional sources of demand for their output if their unemployment record is to improve, and to do so without a serious deterioration in their current account position". (ARESTIS, SAWYER, 2011, p. 4).

A independência do BCE também suscita dificuldades. Ao não atuar como prestador de última instância para tesouros nacionais de países que não têm a possibilidade de emitir moeda, o financiamento nacional apenas pode ocorrer mediante aumento do

³⁴ Em geral, países periféricos e com baixa produtividade relativa aos demais.

³⁵ No caso, verificados de acordo com o gap do produto, de acordo com Arestis e Sawyer.

endividamento público, o qual pode vir a ser questionado pelo mercado financeiro justamente pela incapacidade estatal de monetizar os seus passivos, quando necessário³⁶. Somada essa característica às restrições fiscais impostas pelo PEC, os países membros tornam-se efetivamente desprovidos, em termos minkianos, de um "Big Bank" e de um "Big Government", prejudicando consideravelmente suas atuações frente a crises (Oliveira e Wolf, 2017). Adicionalmente, a descentralização da supervisão e da regulação financeira, realizadas pelos bancos centrais nacionais, dificulta a existência de supervisões e regulações mais homogêneas e coordenadas na zona do euro.

Por fim, é preciso considerar as críticas às relações entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira na zona do euro. De acordo com o NCM e as diretrizes do BCE, a estabilidade financeira seria garantida pela estabilidade de preços. O problema dessa concepção, partindo de Minsky, seria que as crises financeiras seriam um processo endógeno do sistema capitalista, estabelecendo-se justamente nos períodos de otimismo e estabilidade econômica, conforme os agentes econômicos aumentam o seu endividamento e assumem posições financeiras cada vez mais arriscadas, flexibilizando suas margens de segurança. No período de reversão de expectativas, com o aumento da incerteza e da preferência pela liquidez, seguem-se a queda dos níveis de atividade econômica, desvalorização dos ativos e valorização relativa das dívidas. Dessa forma, uma crise é instaurada e as firmas, famílias e instituições financeiras iniciam simultaneamente um processo de desalavancagem. Nessa situação, seria a atuação do banco central e da política fiscal que garantiriam o não agravamento da crise econômica e da instabilidade financeira. Entretanto, como discutido, a zona do euro não conta com um "Big Bank" nem com um "Big Government" efetivos. Sendo assim, o arranjo institucional da zona do euro, ao focar exclusivamente na estabilidade de preços, seria essencialmente incapaz de prevenir fortes instabilidades financeiras e inapto a lidar com elas, caso venham a ocorrer.

1.5. Conclusões - Um Balanço do Arranjo Institucional da Zona do Euro

O arranjo institucional da zona do euro apresenta diversas rigidezes, equiparando-se inclusive ao antigo padrão libra-ouro nesse quesito. Como consequência disso, aliada à baixa cooperação regional e da não atuação da Alemanha como compradora de última instância, ajustes deflacionários são impostos aos países membros como a única forma de reagir a choques. Além disso, como discutido, o arranjo institucional estabelecido foi incapaz de

³⁶ É importante destacar que isso não se trata de desgoverno da emissão monetária, mas sim de uma garantia nacional frente a situações críticas.

prevenir e de corrigir as assimetrias já presentes quando da formação da UEM, gerando fortes pressões em conta corrente dos países periféricos, os quais estariam impossibilitados de atuarem de forma a evitar ajustes deflacionários pela falta das autonomias monetária, fiscal e cambial. Por fim, o arranjo institucional da zona do euro seria insatisfatório para prevenir e lidar com fortes instabilidades financeiras, justamente pela sua preocupação exclusiva com a estabilidade de preços. Considerando as observações iniciais desse capítulo, portanto, é possível concluir que o projeto europeu de integração econômica e monetária afastou-se consideravelmente de seus propósitos iniciais:

"The deflationary adjustment is a consequence of a regional integration project that failed to include adequate cooperation measures among member countries, thus betraying its original intentions". (OLIVEIRA, WOLF, 2017, p. 164).

2. CAPÍTULO 2 - AS POLÍTICAS MONETÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS DO BANCO CENTRAL EUROPEU (2014 - 2016)

Com a eclosão da crise financeira de 2008, o cenário econômico da zona do euro foi permanentemente alterado. Até então, o crescimento do consumo e do investimento na periferia europeia era progressivamente sustentado, a despeito dos crescentes desequilíbrios formados em conta corrente, mediante o fornecimento de crédito a baixas taxas de juros pelas instituições financeiras dos países centrais (Belluzzo, 2013). Durante um longo período, a expectativa otimista de manutenção do status quo e da garantia alemã de eventual socorro aos países periféricos mostraram-se aparentemente suficientes para a baixa consideração dos diferenciais estruturais de crescimento da produtividade entre os países europeus e das consequências das gradativas assimetrias que se consolidavam em um contexto de forte rigidez institucional e reduzida soberania econômica nacional³⁷. Efetivamente, houve indícios de convergência beta e sigma³⁸ entre os países europeus entre 1993 e 2010 (Wolf, 2011). As contradições entre a desregulamentação financeira e a rigidez institucional do euro, entretanto, mostraram-se patentes no momento de reversão das expectativas, ou seja, a datar da crise financeira de 2008.

Depois da forte contração do PIB da zona do euro em 2009, de 4,5%, a partir de 2010, com a crise da Grécia e o início da chamada crise dos títulos soberanos, a zona do euro sofreu um período de fortes tensões, retração do PIB em -0,9% e -0,2%, em 2012 e 2013, respectivamente, e baixo crescimento econômico de 2014 em diante, sendo questionada a própria viabilidade de adoção da moeda comum. Nesse contexto, em meio à exaustão das políticas monetárias convencionais e de riscos deflacionários, o Banco Central Europeu passou a implementar medidas não convencionais, como a Negative Interest Rate Policy (NIRP) e o Quantitative Easing (QE).

Neste capítulo, analisa-se a aplicação dessas políticas, seus propósitos e suas principais consequências. O capítulo está organizado em cinco seções. Inicialmente, é traçado um panorama da crise de 2008 e da crise dos títulos soberanos, com seus respectivos impactos na zona do euro. Em seguida, realiza-se uma contextualização da NIRP e do QE, incluindo seu surgimento, suas bases teóricas e suas experiências em outros países. Posteriormente, é feita uma análise detalhada da implementação da NIRP na zona do euro. Em sequência, faz-se o mesmo para o caso do QE. Por fim, a última seção sumariza as observações do capítulo.

³⁷ Ausência de soberania monetária e cambial, com elevada rigidez fiscal, tal como destacado na seção anterior.

³⁸ A convergência beta indica que os países de menor renda per capita tendem a crescer mais rapidamente do que os países de maior renda per capita. A convergência sigma, por sua vez, indica que a dispersão de renda per capita entre um determinado grupo de países tende a ser reduzida ao longo do tempo.

2.1. A Crise de 2008 na Zona do Euro e a Crise dos Títulos Soberanos

Para compreender as origens e a progressão da crise na zona do euro, incluindo a chamada “crise dos títulos soberanos”, é necessário entender o desenvolvimento dos desequilíbrios internos na zona do euro no período imediatamente anterior à crise, ou seja, de 2000 a 2007.

Esse período foi marcado por dois processos simultâneos e interligados. O primeiro foi a progressiva integração financeira dentro da zona do euro e com o resto do mundo, o que contribuiu sobremaneira para a difusão das instabilidades suscitadas pela eclosão da crise de 2008. O segundo foi o crescente movimento de capitais do centro europeu para os países periféricos, sustentando os níveis de investimento e de consumo nessas nações durante certo tempo, assim como os constantes déficits em conta corrente verificados ao longo do período.

De início, será verificado como se deu o processo de integração financeira na zona do euro entre 2000 e 2007, indicando-se suas principais implicações. Em seguida, analisa-se o processo de influxo de capitais do centro para a periferia europeia, com o objetivo de compreender essa dinâmica em maiores detalhes e suas relações com a crise na zona do euro. Por fim, a partir desses elementos, são analisados os impactos da irrupção da crise de 2008 na Eurozona e o seu desenvolvimento na crise dos títulos soberanos, incluindo as formas de atuação das autoridades monetárias ao longo desse desdobramento.

Ao longo da década precedente à crise de 2008, o processo de integração financeira foi ativamente incentivado pela União Europeia sob o pretexto de geração de maior eficiência alocativa de capitais, em consonância com a teoria econômica mainstream, como apresentado nas seções 1.2 e 1.3. Em 1999, foi definido o Financial Services Action Plan (FSAP), com o objetivo da criação efetiva de um mercado financeiro único e ótimo na zona do euro. Em 2005, o Financial Services Policy (FSP) foi instituído com o propósito de avanço sobre os pontos em que o FSAP não logrou grande êxito. Em linhas gerais, o grande sucesso desses planos foi a criação concreta de um mercado financeiro atacadista comum, anteriormente incipiente. Quer seja com maior eficiência alocativa ou não, o ponto fundamental de nossa argumentação é que esse movimento teve, como consequência real e permanente, uma maior integração dos balanços bancários dentro da zona do euro (Blikstad, 2015).

No domínio da moeda comum, a integração financeira se deu, primordialmente, entre instituições financeiras, com menor participação das empresas não financeiras, por meio do chamado money market. O money market é um mercado de cunho atacadista, com maturidades de curto prazo. Dentre os seus componentes, destaca-se o mercado interbancário,

que é de fundamental importância para o financiamento e refinanciamento das instituições financeiras europeias, o qual ocorreu de forma progressivamente internacionalizada entre 2000 e 2007. No período considerado, de acordo com Blikstad (2015), as relações financeiras intraeuropeias cresceram com mais intensidade do que as relações financeiras da zona do euro com o restante do mundo, embora essa última relação também tenha sido essencial para a eclosão da crise de 2008, inclusive nos EUA³⁹.

A integração financeira entre a zona do euro e os EUA foi bastante ativa. Desse ponto de vista, cumpre ressaltar que o funding norte-americano foi essencial para o financiamento de curto prazo dos bancos da zona do euro. Essas operações ocorriam via o chamado Prime Money Market Funds e com considerável intensidade. Não por acaso, a drástica diminuição da disponibilidade dessa via de crédito com a crise de 2008 teve sérios impactos para as possibilidades de financiamento e refinanciamento dos bancos europeus. Esse foi um importante canal de transmissão da crise americana para a zona do euro.

No período entre 2000 e 2007, considerado de expansão econômica na Eurozona, o mundo gozava de elevados níveis de liquidez internacional. Nesse contexto, os bancos da zona do euro elevaram suas taxas marginais de alavancagem⁴⁰ e expandiram a sua formação de passivos e ativos intraeuropeus. É importante ressaltar, portanto, que a integração financeira se deu não apenas pelos fluxos de crédito, mas também pela interligação dos portfólios dos bancos da zona do euro. Em grande parte, a aquisição de títulos se deu do centro para a periferia, dada a competição dos bancos dos países centrais para o financiamento dos GIIPS⁴¹. Nesse sentido, é possível afirmar que os bancos alemães, franceses, holandeses, entre outros, foram também responsáveis pelos desequilíbrios formados no bojo na zona do euro:

“Não há devedores sem credores. São bastante consistentes e insistentes os sinais de que, na era da desregulamentação financeira, a prodigalidade dos devedores-gastadores encontrou assanhada cupidez por parte dos credores-provedores de empréstimos. Em linguagem corrente: os bancos alemães, franceses, holandeses, suecos não perderam tempo e cuidaram de financiar generosamente as famílias gastadoras e os governos “imprudentes””. (BELLUZZO, 2013, p.10).

³⁹ Os bancos europeus tiveram participação ativa na emissão de produtos estruturados e securitizados em território americano, embora a participação americana na zona do euro dentro deste mesmo quesito também tenha sido relevante. Na zona do euro, a difusão de produtos estruturados e securitizados, ao contrário do que se verificou nos EUA, não foram o ponto focal da crise europeia, mas definitivamente contribuíram para a conformação de uma dinâmica pró-cíclica no decorrer da recessão verificada. É importante ressaltar que a expressão “produtos estruturados e securitizados” refere-se à Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) e Collateralized Debt Obligations (CDOs).

⁴⁰ Definida como a “variação anual do total de ativos em relação à variação anual do total de capital e reservas”. (Blikstad, 2015).

⁴¹ Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha.

Para que se possa compreender em maior profundidade a dinâmica financeira no período de expansão, cumpre resgatar a análise da macrodinâmica capitalista de Minsky. Para o autor, a economia capitalista seria um conjunto de balanços inter-relacionados, fundamentalmente pautados pelas relações de débito e crédito. De acordo com Minsky, toda decisão de investimento representa, necessariamente, uma decisão de endividamento, não sendo possível separar o lado “real” do “monetário” dentro da economia⁴². Em linhas gerais, o ponto fundamental do autor seria de que o sistema capitalista é endogenamente instável, com a instabilidade nascendo da própria estabilidade, a partir da macrodinâmica das relações financeiras e do ciclo econômico.

Para ilustrar a sua posição, Minsky criou uma classificação das posturas financeiras adotadas pelos agentes econômicos ao longo do ciclo econômico, dividindo-as em três. Na postura hedge, espera-se que os fluxos de caixa dos investimentos sejam suficientes para o cumprimento dos compromissos financeiros decorrentes das emissões de dívida anteriores, em todos os períodos de renda. Nessa postura, não há risco de descasamento de prazos. Na postura especulativa, o fluxo de caixa esperado dos investimentos não é suficiente frente aos compromissos financeiros assumidos anteriormente, pelo menos em alguns períodos de renda, geralmente os iniciais. O prazo do passivo é inferior ao dos ativos, fazendo com que o agente dependa das condições de refinanciamento do sistema. Mesmo nessas condições, espera-se que o valor presentes dos retornos estimados seja superior aos dos compromissos financeiros assumidos. Na postura Ponzi, por fim, é necessário aumentar o endividamento para honrar os compromissos financeiros, sendo que às vezes nem é possível arcar com o serviço da dívida em determinados períodos de renda. Apesar disso, estima-se que o valor presente das receitas esperadas também será maior do que a soma dos compromissos de pagamento.

Segundo Minsky, ao longo das fases de expansão, por conta do crescente otimismo e dos lucros observados, os agentes econômicos vão diminuindo suas margens de segurança⁴³ e tomando posturas cada vez mais arrojadas, progressivamente fragilizando a estrutura financeira da economia. Além disso, não é possível desconsiderar o papel ativo das inovações financeiras e do estímulo recíproco entre os mercados financeiros e as empresas não financeiras⁴⁴ para a fragilização nas fases de expansão (Blikstad e Oliveira, 2015).

⁴² Sendo assim, a moeda nunca é neutra nessa concepção.

⁴³ A redução das margens de segurança pode ocorrer tanto mediante o aumento do endividamento quanto via uma maior participação de ativos menos líquidos na composição das carteiras selecionadas.

⁴⁴ No que tange à especulação e à flexibilização das margens de segurança frente ao risco.

Nesse ponto, o sistema fica cada vez mais vulnerável a mudanças bruscas de expectativas, sujeito a descasamento de prazos e a dramáticos processos de desalavancagem. Adotando o ponto de vista keynesiano, como uma economia monetária de produção está necessariamente pautada pela incerteza, é de se esperar que, mesmo endogenamente, ocorram processos de reversão das expectativas e quebra das convenções anteriores. Nesse sentido, com o aumento da incerteza e da preferência pela liquidez, as taxas de juros tendem a se elevar e as condições de refinanciamento da economia tendem a ficar cada vez menos favoráveis. No conjunto da economia, o efeito previsto desses fenômenos é a diminuição do investimento e do consumo, potencializada pelo efeito riqueza negativo proveniente da queda dos preços.

Nesse cenário, os bancos deixam de conceder empréstimos, potencializando o risco de uma recessão, e passam a reestruturar seus portfólios, assim como as famílias, dando origem a um processo generalizado de desalavancagem financeira. Com as condições de crédito cada vez menos favoráveis, os compromissos financeiros tendem a não ser refinanciados e os agentes econômicos passam a se desfazer de seus ativos. Como os agentes fazem isso simultaneamente, é esperado que os preços dos ativos se deflacionem, enquanto os valores das dívidas sejam mantidos constantes, aumentando o seu valor real. O desenvolvimento desse processo tende a jogar a economia em uma espiral deflacionária, à la Fisher⁴⁵, que resulta em recessão. Daí a importância de atuação do “Big Bank”, como provedor de liquidez e emprestador em última instância, e do “Big Government”, como gerador de demanda efetiva, para a reversão desse processo, que não se consolidaria autonomamente dentro dos prazos esperados.

Feitas essas considerações, cabe analisar a dinâmica dos fluxos de capitais do centro para a periferia europeia, no período pré-crise.

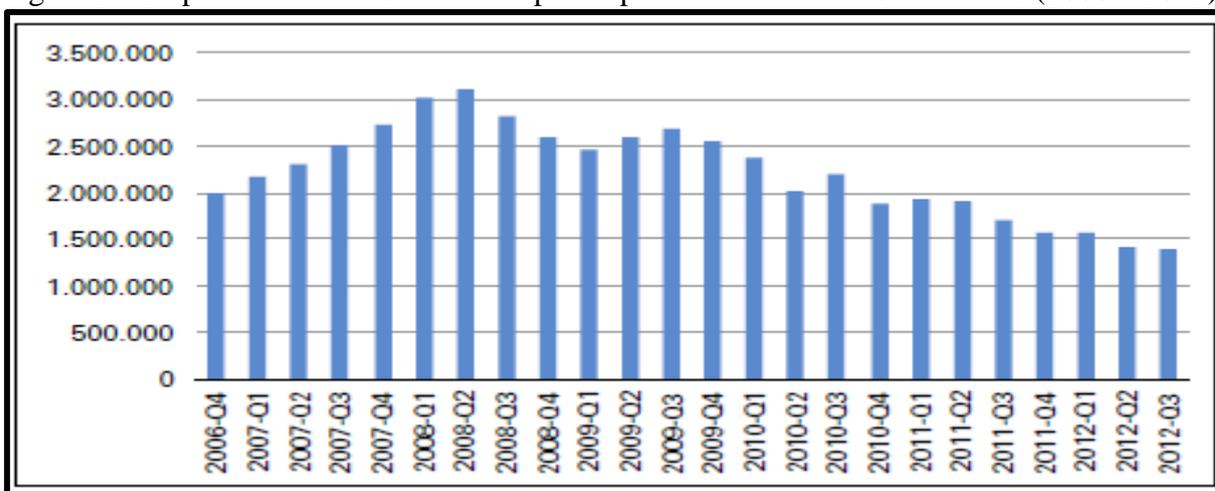
Vários foram os fatores que levaram a esse forte influxo de capitais, relacionados à própria formação da união monetária. O primeiro fator é a convergência das taxas de juros de longo prazo. A partir desse momento, países como Grécia, Espanha e Portugal foram capazes de emitir dívida em moeda comum, praticamente nas mesmas condições de financiamento da Alemanha. Nesse momento, apesar das restrições institucionais formais, os mercados aparentemente precificavam que a Alemanha socorria os países periféricos em caso de turbulências. O segundo fator foi a eliminação do risco cambial, que permitiu a todos os países e instituições financeiras a emissão de dívidas em moeda forte e comum. O terceiro

⁴⁵ FISHER, I. Debt-Deflation Theory of Great Depressions (1933).

fator foi a queda do risco-país, que contribuiu para elevar a confiança dos investidores em relação aos países menos desenvolvidos da zona do euro. A competição entre os bancos dos países centrais e o aumento da integração financeira podem ser considerados como fatores complementares.

De maneira geral, os fluxos de capitais cresceram progressivamente até 2008, refletindo o otimismo com as condições de expansão da economia. Os empréstimos brutos do centro para a periferia no período destacado podem ser visualizados na figura abaixo:

Figura 2 - Empréstimos brutos do centro para a periferia em milhões de dólares (2006 – 2012)



Fonte: Flassbeck e Lapavitsas, 2013. Centro: Alemanha, Holanda e França. Periferia: Espanha, Portugal, Grécia e Irlanda.

Ao longo da expansão, dados os diferenciais de produtividade das economias, foram gerados fortes desequilíbrios em conta corrente, com os países do centro constantemente superavitários e os países da periferia permanente deficitários. Como discutido anteriormente, salvo os ajustes deflacionários, não havia nenhum mecanismo de correção dessas assimetrias.

Com a eclosão da crise de 2008, a dinâmica prevaiente foi permanentemente alterada. A reação dos bancos europeus, em um primeiro momento, foi a de diminuir acentuadamente o ritmo de aquisição de ativos externos. Adicionalmente, o congelamento dos money markets e o aumento da volatilidade das taxas de juros interbancárias elevaram o risco de crédito dos bancos, os quais passaram a desconfiar da própria capacidade dos outros bancos de honrar seus compromissos. Nesse momento, foi necessária a intervenção do BCE, com os money markets migrando para o interior do Eurosistema. Com esse arranjo, foi possível direcionar os depósitos dos bancos superavitários para os bancos deficitários, além do aumento de liquidez proporcionado pelo BCE (Blikstad e Oliveira, 2015). Cumpre

ressaltar, entretanto, que esse aumento de liquidez não foi plenamente suficiente para normalizar as condições de concessão de crédito.

Após a insolvência do banco de investimentos Lehman Brothers, houve uma forte instabilidade na taxa marginal de alavancagem dos bancos da zona do euro, que passaram a diminuir ainda mais a sua posição externa, reduzir a taxa de crescimento de concessão de empréstimos e reestruturar suas carteiras com ativos de maior liquidez, como moeda e títulos públicos. Nesse momento, ficava latente o aumento da incerteza e da preferência pela liquidez, com efeitos adversos sobre o investimento e o consumo. Como havia descasamento de prazos entre ativos e passivos na carteira dos bancos, as operações do Eurosistema se tornaram fundamentais para o financeiro corrente das instituições financeiras. O efeito riqueza, com a forte desvalorização dos ativos, sobretudo imobiliários, agravou ainda mais a situação econômica e bancária da Eurozona⁴⁶. Eram justamente esses ativos, agora mal valorados, que serviam de garantia para os empréstimos anteriormente concebidos pelos bancos às famílias europeias. A recessão, por outro lado, aumentava ainda mais os índices de inadimplência.

Aos governos nacionais da zona do euro, pouco restou senão socorrer os seus setores bancários via aumento do endividamento público, já que os estados nacionais não possuíam capacidade de emissão monetária. Isso, ao lado da queda de receitas públicas por conta da recessão, fez com que os níveis de déficit e de endividamento dos países membros aumentassem consideravelmente. Anteriormente, grande parte dos países membros da zona do euro se encontrava praticamente dentro dos critérios de déficit e de endividamento do Tratado de Maastricht.

Embora desfavorável, a situação piorou drasticamente com o início da crise grega, em meados de 2010, e conseqüentemente, com o começo da chamada crise dos títulos soberanos. Com o grande aumento do endividamento, passou-se a questionar a própria capacidade dos GIIPS em honrar as suas dívidas, uma vez que a eles era vedada a emissão de moeda. Imediatamente, o resultado foi o aumento dos spreads dos títulos desses países em relação a Alemanha e a outros países centrais, pressionando ainda mais as contas públicas. A crise de liquidez, portanto, rapidamente transformada em uma crise de solvência por conta da ausência de um prestador em última instância que acomodasse os ímpetos negativos dos investidores:

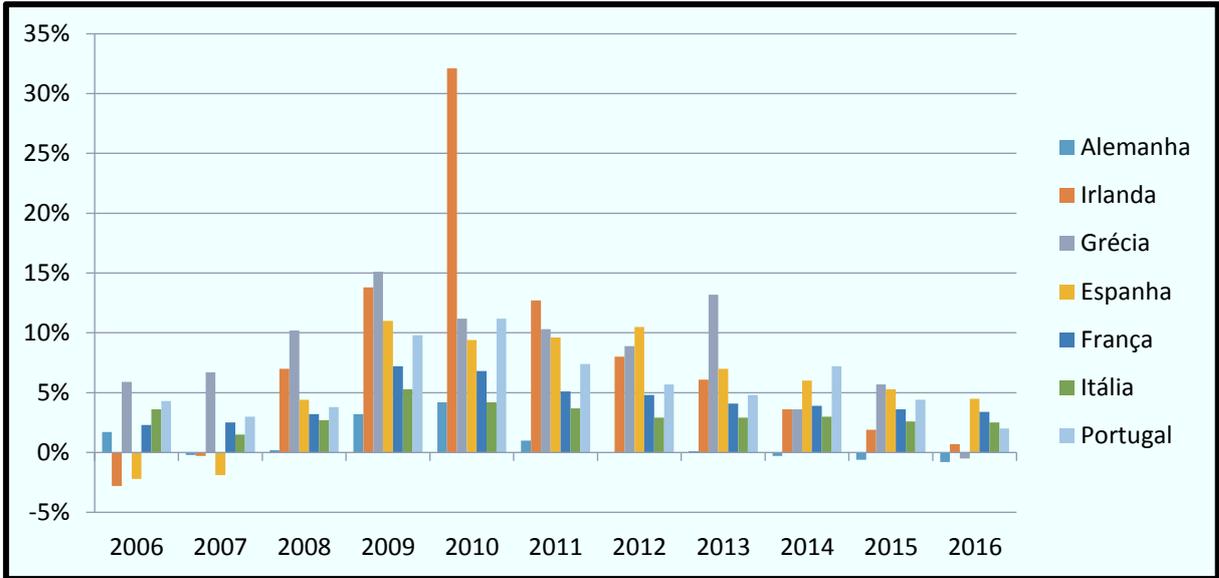
⁴⁶ A súbita desvalorização imobiliária, em contraposição ao período de forte valorização anterior, apresentou considerável impacto nos casos da Espanha e da Irlanda e, em menor medida, de Portugal.

“A presença de um “emprestador em última instância” atua como uma garantia de que os preços dos títulos não entrarão em colapso mesmo no caso de uma “fuga para a qualidade”. Em função dessa garantia, nenhum investidor individual tem incentivo para se antecipar ao mercado, e o resultado agregado é que os preços dos títulos são mantidos em patamares elevados, apesar da fragilidade das contas públicas. Exceto em momentos de grave crise de confiança, a garantia dada pelo “emprestador de última instância” nunca precisará ser executada, e a política monetária poderá ser mantida relativamente estável”. (OREIRO, 2012, p. 59).

Ao lado dos investidores, foi notória a participação das agências de classificação de risco na difusão das incertezas. Com o rebaixamento dos ratings dos títulos soberanos, as taxas de juros de longo prazo ficaram ainda maiores e a desconfiança em relação aos pagamentos dos títulos públicos foi criticamente consolidada. Nesse ponto, é importante também destacar o fenômeno de inversão das determinações dos prêmios de risco via mercado de derivativos. Normalmente, os Credit Default Swaps (CDS) oferecem proteção em caso de default de um determinado título, refletindo o seu risco. Na crise dos títulos soberanos, entretanto, dada a especulação, os próprios CDS passaram a causar a elevação do risco de crédito, contribuindo ainda mais para o aumento das taxas de juros e a fragilização da situação fiscal dos GIIPS. Com isso, as taxas de juros de longo prazo na zona do euro se deslocaram umas das outras, com um forte aumento do spread dos títulos dos GIIPS em relação aos títulos alemães, cuja demanda aumentou por conta de uma “fuga para qualidade”. Esse movimento relevou a existência de não um, mas de “vários euros” dentro da Eurozona, já que passaram a existir diversas remunerações para uma mesma moeda comum, cada qual refletindo o potencial de pagamento de cada uma das economias presentes (Oliveira, Deos e Wolf, 2012).

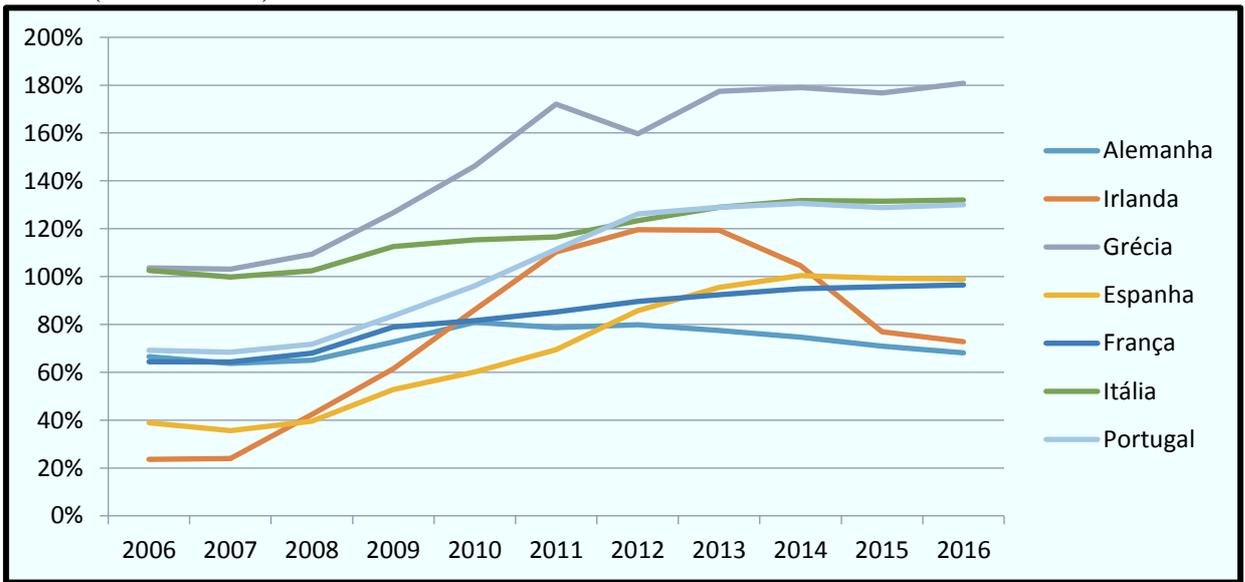
Considerando as observações acima, as figuras 3, 4, 5 e 6 apresentam a evolução do déficit público, da dívida pública bruta, da taxa de juros de longo prazo e da variação do PIB entre 2006 e 2016, respectivamente, tanto para a Alemanha e França como para os GIIPS.

Figura 3 – Déficit do governo central como percentual do PIB na Alemanha, França e GIIPS (2006 – 2016)



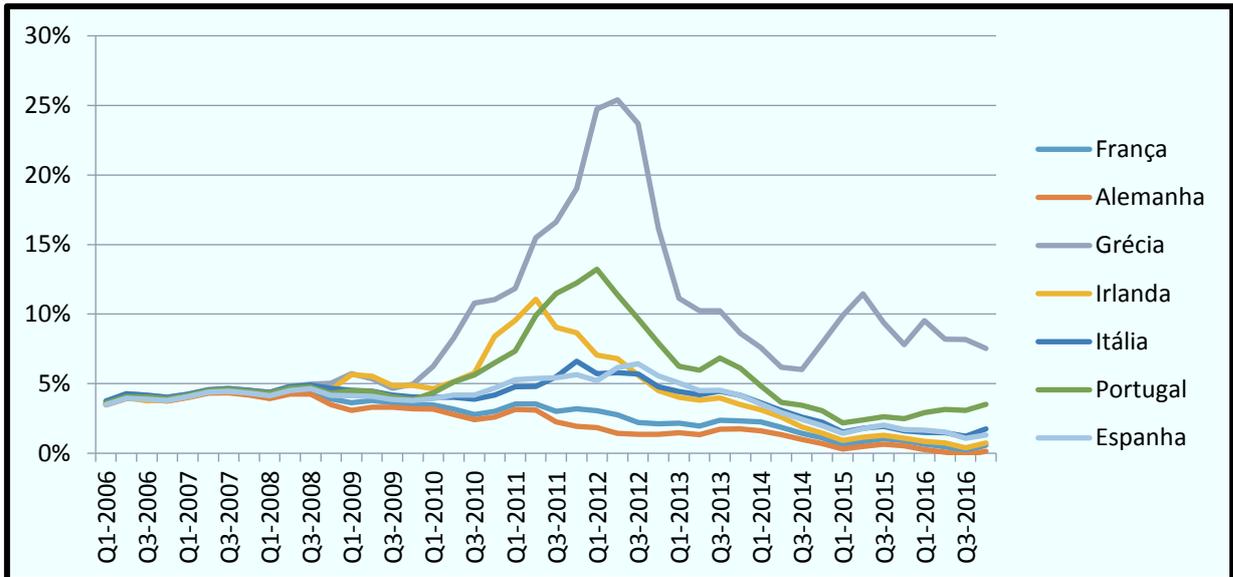
Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Figura 4 – Dívida bruta governo central como percentual do PIB na Alemanha, França e GIIPS (2006 – 2016)



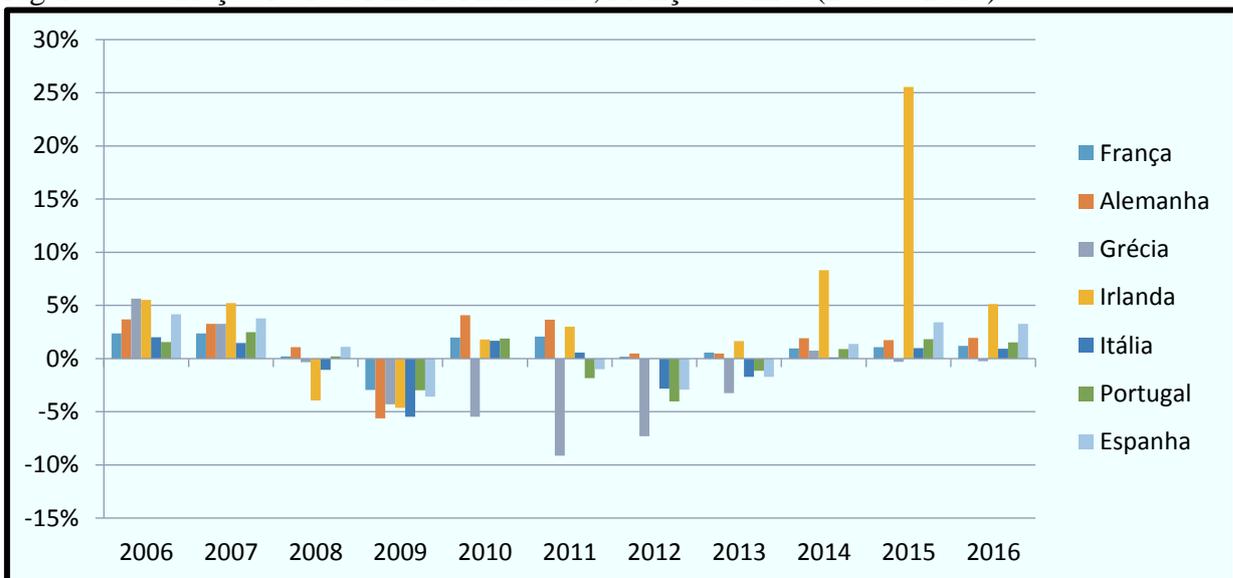
Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Figura 5 – Taxas de juros de longo prazo na Alemanha, França e GIIPS (2006 – 2016)



Fonte: OECD Stat. Elaboração própria.

Figura 6 – Variação real do PIB na Alemanha, França e GIIPS (2006 – 2016)



Fonte: OECD Stat. Elaboração própria.

Com a crise dos títulos públicos, a grande problematização recaiu novamente sobre os bancos, que nesse momento apresentavam grande exposição a eles. Além das esperadas dificuldades de refinanciamento na crise, os bancos não contavam com os títulos públicos como ativos elegíveis para a contratação de novos empréstimos, tanto nacional quanto internacionalmente. Foi esse o período em que os bancos passaram a se desfazer dos seus títulos soberanos em carteira.

Dado esse contexto, foi essencial a atuação do Eurosistema, mesmo que sob o pretexto de manter a “estabilidade inflacionária”, uma vez ameaçados os canais de transmissão da política monetária. Desde o início da crise de 2008, a intervenção do BCE ocorreu em quatro

períodos, sendo eles o final de 2008, no início de 2010, no segundo semestre de 2011 e no primeiro semestre de 2012 (Oliveira e Blikstad, 2015)

As intervenções do BCE ocorreram preponderantemente por quatro formas: 1) via disponibilização de liquidez em dólares por meio de swaps com o FED; 2) pela flexibilização das exigências requeridas de colateral para a concessão de empréstimos pelo BCE; 3) pela expansão direta do balanço do Eurosistema; e 4) pelo Outright Monetary Transaction (OMT).

O fornecimento de funding em dólares via swaps com o Federal Reserve foi de grande importância para os bancos refinanciarem suas posições, já que muitas instituições financeiras contavam anteriormente com os Prime Money Market Funds. Além dessa medida, em paralelo, foi também realizada uma coordenação entre os bancos dos países centrais para a gestão desses recursos.

O relaxamento dos critérios para selecionar os ativos elegíveis como colateral foi uma das principais medidas de acomodação da crise em relação ao portfólio dos bancos. Com isso, dada a ainda considerável participação dos títulos públicos na carteira das instituições financeiras, essas foram beneficiadas com melhores condições de refinanciamento dentro do Eurosistema. Tal intervenção, apesar de favorável, também apresentou suas limitações:

“[...] a atuação do BCE foi fundamental para lidar com a natureza financeira da crise dos países da Eurozona, embora insuficiente para evitar a sua transmissão para o “lado produtivo” das economias, especialmente periféricas – inclusive, porque, frisa-se, essa tarefa exigiria intervenções não apenas monetárias, mas também fiscais, de forma coordenada” (OLIVEIRA e BLIKSTAD, p. 15, 2015).

A expansão do balanço do Eurosistema ocorreu mediante as operações de mercado aberto e a instituição de programas de compras de ativos. Entre as principais operações de mercado aberto realizadas, destacaram-se as MROs e as LTROs, como discutido anteriormente. Ao longo da crise, essas operações foram modificadas, apresentando garantias mais flexíveis e prazos estendidos, inclusive com o lançamento das TLTROs⁴⁷. Já entre os programas de compra de ativos, destacou-se o Covered Bonds Purchase Programme (CBPP), destinado à compra de títulos públicos e privados, sob a garantia dos ativos dos bancos, anteriormente flexibilizada.

O OMT foi anunciado em agosto de 2012. Em linhas gerais, o objetivo do programa era a compra de títulos soberanos nos mercados secundários via operações compromissadas, já que ao BCE não é permitida a compra definitiva de títulos públicos por razões

⁴⁷ Targeted Long Term Refinancing Operations. Com essas operações, o objetivo principal do BCE era tratar do descasamento de prazos entre ativos e passivos nos portfólios dos bancos.

institucionais. O anúncio da compra, já na gestão Mario Draghi, não previu limites quantitativos para o tamanho das operações. Essa ação foi fundamental para acalmar os ânimos dos mercados financeiros e reduzir as taxas de juros de longo prazo dos GIIPS, como pode ser verificado na figura 5.

Além dessas ações, cumpre ressaltar dois outros importantes fatores, sendo eles o financiamento via Emergency Liquidity Assistance (ELA) e a Troika. A ELA é um canal emergencial de financiamento, concedido pelos bancos centrais nacionais, inteiramente sob a sua responsabilidade. Mesmo assim, foi extremamente relevante nos casos grego e irlandês⁴⁸ (Oliveira e Blikstad, 2015). A troika foi uma medida conjunta do BCE, da Comissão Europeia e do FMI para o fornecimento de resgate financeiro para os GIIPS, a partir de 2010, materializado pela criação dos European Financial Stability Facility (EFSF) e o European Financial Stabilization Mechanism (ESM), substituídos pelo European Stability Mechanism (ESM) em 2012, com caráter permanente. O objetivo desse mecanismo, até hoje, é o de oferecer empréstimos para os estados nacionais que não tiverem mais condições de conceder resgate aos sistemas financeiros nacionais por conta de sua grave situação fiscal. É importante ressaltar também que esses socorros geralmente ocorreram mediante o comprometimento das nações auxiliadas com fortes ajustes fiscais.

Em conjunto, essas ações foram relativamente bem-sucedidas em acomodar a crise da zona do euro, pelos menos no curto prazo. Ainda assim, tais medidas não foram suficientes para reativar a economia em sua plena atividade. Na ausência de um esforço fiscal coordenado e expansionista, todo o peso de ajuste da economia recaiu sobre a política monetária. Do contrário, não seriam necessárias as medidas não convencionais adotadas pelo BCE, após o esgotamento das políticas convencionais, a partir de 2014.

2.2. Uma Breve Contextualização do QE e da NIRP

As políticas monetárias não convencionais foram implementadas em uma série de países após a crise de financeira de 2008⁴⁹. Embora as suas motivações possam ter sido diferentes, considerando as especificidades do contexto em que se encontrava cada uma dessas nações, elas certamente representaram pelo menos uma complicação em comum, que foi o esgotamento das políticas monetárias convencionais no período do pós-crise. Sendo

⁴⁸ Estima-se que, até 2013, a Grécia havia recebido aportes de 101 bilhões de euros e a Irlanda, 38 bilhões de euros via a ELA.

⁴⁹ O Japão, que foi o primeiro a implementar o QE (2001 – 2006), é uma exceção nesse espectro. No país, a política foi concebida com o objetivo de contrapor as pressões deflacionárias oriundas da eclosão de uma bolha de ativos imobiliários e mobiliários que assolou o país durante a década de 1990.

assim, para compreender a adoção das políticas não convencionais em maior profundidade, é importante especificar os motivos pelos quais as políticas monetárias convencionais, a partir da crise financeira de 2008, mostraram-se insuficientes.

A política monetária convencional pode ser definida como aquela marcada pelas diretrizes do Novo Consenso Macroeconômico. Neste paradigma, em que a moeda é considerada neutra no longo prazo, o objetivo da política monetária é manutenção de uma taxa baixa e estável de inflação. Não por acaso, muitos dos países que adotaram esse referencial optaram pelo sistema de metas de inflação. O ponto fundamental para nossa discussão, entretanto, é que, na política monetária convencional, o principal instrumento de política monetária é a manipulação da taxa de juros de curto prazo pelo banco central, mediada pela referência de alguma variação da regra de Taylor⁵⁰, que constitui a função de reação do banco central. Dessa forma, o banco central é capaz de adaptar a taxa de juros nominal de curto prazo frente aos desvios da taxa corrente de inflação e a taxa de inflação desejada e ao hiato do produto, de modo a estimular ou desestimular o gasto na economia tendo em vista o comportamento da demanda agregada. Nesse caso, os principais canais de transmissão da política monetária, extensivamente documentados e quantificados, seriam 1) o canal de juros, 2) o canal de ativos, 3) o canal das expectativas; e 4) o canal da taxa de câmbio.

Com a crise de 2008 e a “Grande Recessão”, o funcionamento da política monetária convencional foi severamente prejudicado por dois grandes obstáculos.

O primeiro deles foi a chamada “Zero Lower Bound” (ZLB), ou seja, o fato de que a taxa oficial de juros de curto prazo, a qual já se encontrava muito próxima de zero pela gravidade da recessão, não poderia adentrar em território negativo, pois, nesse caso, os agentes econômicos prefeririam alocar os seus recursos em dinheiro ao invés de serem efetivamente descontados ao emprestá-los. Nesse contexto, a regra de Taylor perdeu a sua efetividade justamente por sugerir a aplicação de taxas de juros nominais negativas, dada a dimensão do hiato do produto corrente e os riscos deflacionários (Joyce et al, 2012). Por isso, a ineficiência da política monetária frente à ZLB fez com que alguns economistas se referissem a essa situação como uma “armadilha da liquidez”⁵¹, embora o conceito de

⁵⁰ A regra de Taylor foi originalmente proposta por J.B. Taylor, em seu artigo “Discretion versus Policy Rules in Practice”, de 1993. A regra postula que: $i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - y_t^*)$, em que “ i_t ” é a taxa de juros nominal de curto prazo, “ π_t ” é a taxa de inflação corrente, “ π_t^* ” é a taxa de inflação desejada, “ r_t^* ” é a taxa de juros real de equilíbrio, “ y_t ” é o logaritmo do produto real e “ y_t^* ” é o logaritmo do produto potencial. Em sua proposta inicial, Taylor defendia que $a_\pi = a_y = 0,5$.

⁵¹ Na exposição original de Keynes, armadilha da liquidez é definida como uma situação em que a expansão da oferta monetária seria incapaz de reduzir as taxas de juros por conta da existência de uma preferência quase que

armadilha de liquidez originalmente proposto por Keynes não requeresse que as taxas juros estivessem próximas de zero para a sua ocorrência.

O segundo obstáculo, particularmente enfatizado no caso do BCE, foi a problematização dos tradicionais canais de transmissão da política monetária por conta da gravidade da crise. Como grande parte do sistema financeiro incorreu em graves problemas de solvência e o nível de incerteza na economia aumentou súbita e repentinamente, a até então “previsível” relação entre as mudanças na taxa de juros oficial de curto prazo e as taxas de juros de mercado passou a se mostrar pouco eficiente. Em grande medida, isso se deu por conta da alta preferência pela liquidez das instituições financeiras e pelos processos de reestruturação e de desalavancagem de seus balanços, de modo que o aumento da liquidez pelo banco central deixou de se traduzir em um aumento dos empréstimos para o setor privado.

A política monetária convencional, portanto, foi “esgotada” no sentido de que a sua forma de atuação mostrou-se incapaz de estimular a economia nesse novo contexto macroeconômico:

“The result was that conventional monetary policy proved ineffective – the usual official rate could not be changed in line with the Taylor rule; it did not impact market rates in the expected way and problems with financial intermediation meant that the usual monetary transmission mechanism was not working. While central banks hold onto belief that when recovery occurs, conventional monetary policy and macro-prudential tools will achieve price and financial stability jointly, the challenge is to aid the economy in its recover so as to reach that point. This is the challenge facing central banks and why they have turned to unconventional monetary policy”. (JOYCE et al, p. 272, 2012).

Os bancos centrais foram então compelidos a buscarem formas alternativas de atuação, que fossem capazes de mitigar os efeitos da recessão, reduzir a incerteza, prover liquidez adicional e estimular a demanda agregada. A partir desse momento, foram introduzidas políticas que não mais tinham como foco as taxas de juros de curto prazo na atuação dos bancos centrais. Em vez disso, foram priorizadas formas de intervenção direta na quantidade de liquidez presente na economia, nas taxas de juros de determinados mercados, como os de títulos públicos e de títulos corporativos, e nas taxas de juros de longo prazo. Justamente pela mudança de seu foco e de suas formas de atuação, que muitas vezes implicavam em um

absoluta pela liquidez. Essa preferência, por sua vez, seria oriunda das expectativas dos atores econômicos de uma invariável elevação da taxa de juros no futuro. Dessa forma, para se prevenirem contra possíveis perdas de capital, os atores econômicos prefeririam reter toda a oferta incremental de moeda em dinheiro em vez de títulos, impossibilitando que as suas taxas de juros declinassem. Nesse cenário, portanto, a política monetária perderia a sua efetividade.

crescimento expressivo e incomum dos balanços dos bancos centrais, tais políticas monetárias foram classificadas como “não convencionais”. Outro fator importante a ser considerado nessa classificação foi o fato de que essas medidas haviam sido pouco ou jamais anteriormente implementadas, o que contribuiu com certo ceticismo em relação aos seus impactos e às suas potenciais consequências.

Neste trabalho, são analisadas as duas estratégias de políticas monetárias não convencionais mais amplamente aplicadas até o momento na Zona do Euro, a saber, o Quantitative Easing e a Negative Interest Rate Policy.

A seguir, cada uma dessas estratégias são discutidas separadamente, considerando o seu embasamento teórico, os seus objetivos, as suas formas de funcionamento e os seus principais riscos. Inicialmente, são apresentadas as suas características de uma forma geral e teórica, com o intuito de realizar uma exposição de suas propostas. Posteriormente, nas seções 2.3 e 2.4, analisa-se o processo de implementação de cada uma delas e os seus principais impactos no caso da Zona do Euro.

2.2.1. O Quantitative Easing (QE)

Em linhas gerais, o Quantitative Easing (QE) consiste em um programa de compra massiva e progressiva⁵², ao longo de certo período, de títulos públicos e/ou privados de longa duração pelo banco central de um determinado país, com o intuito de influenciar diretamente as taxas de juros longo prazo de modo a prover liquidez, reduzir o custo de financiamento para os agentes econômicos e estimular a demanda agregada. Suas principais diferenças em relação à política monetária convencional, portanto, são justamente 1) o foco de intervenção em taxas de juros de longo prazo, em vez de as taxas de juros de curto prazo⁵³, e 2) o enorme aumento dos balanços dos bancos centrais, proveniente das aquisições realizadas. Dentro do contexto em que os países aplicaram o QE, seus principais objetivos eram evitar o aprofundamento da recessão e se prevenir em relação aos riscos deflacionários que se observavam naquele momento⁵⁴.

⁵² Geralmente as compras de ativos apresentam uma periodicidade mensal, equivalente a uma quantia previamente definida.

⁵³ Ou seja, outra forma de alterar a curva de juros da economia, focando nas partes de médio e de longo prazo da estrutura a termo da taxa de juros.

⁵⁴ Em geral, observava-se uma forte e persistente queda da inflação, incongruente com as metas inflacionárias estipuladas nessas economias. Os núcleos de inflação, inclusive, mostravam um desenvolvimento bastante preocupante.

O primeiro país a realizar uma política de QE foi o Japão, entre 2001 e 2006. Em seguida, após a crise de 2008, os principais países a adotarem o QE fora da Zona do Euro foram os EUA (2008 – 2014), o Reino Unido (2009 – 2012)⁵⁵ e o Japão (a partir de 2010). Embora essas experiências tenham sido ligeiramente diferentes em relação aos títulos adquiridos pelos bancos centrais e aos agentes dos quais eles foram comprados, o seu funcionamento foi semelhante nessas economias⁵⁶.

Para a realização de uma política de QE⁵⁷, o banco central utiliza a sua capacidade de criação ilimitada de meio de pagamentos, por via de dinheiro eletrônico, creditando a sua própria conta. Com esses recursos, o banco central é capaz de comprar títulos públicos e/ou privados em determinados mercados, de agentes econômicos selecionados. Ao realizar essa ação, o banco central é capaz de alterar as decisões de alocação de portfólio dos agentes econômicos que, providos de liquidez adicional e desprovidos dos títulos que haviam adquirido, devem alocar os seus recursos em outros ativos, como ações, outros títulos privados e ativos de maior risco e maior retorno esperado. Fazendo isso, espera-se um aumento de seus preços e, conseqüentemente, uma redução de suas taxas de juros. Nesse caso, o custo do financiamento, em geral, seria reduzido, estimulando o gasto na economia. Para o melhor entendimento desse processo, serão analisados cada um dos possíveis canais de transmissão do QE a seguir, elucidando de que forma eles efetivamente gerariam os resultados esperados. Para o banco central, o resultado do QE é uma massiva expansão de seu balanço, a partir da aquisição dos ativos selecionados⁵⁸.

Os possíveis canais de transmissão do QE foram documentados nos artigos de Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen (2011), Joyce, Tong e Woods (2011), Joyce et al. (2012) Fawley e Neely (2013), McLeay, Radia e Thomas (2014) e Adler et al. (2017). Os principais entre eles seriam: 1) o canal de realocação de portfólios; 2) o canal de sinalização; e 3) o canal de liquidez e financiamento bancário. De uma maneira estilizada, o funcionamento desses canais pode ser verificado no diagrama abaixo:

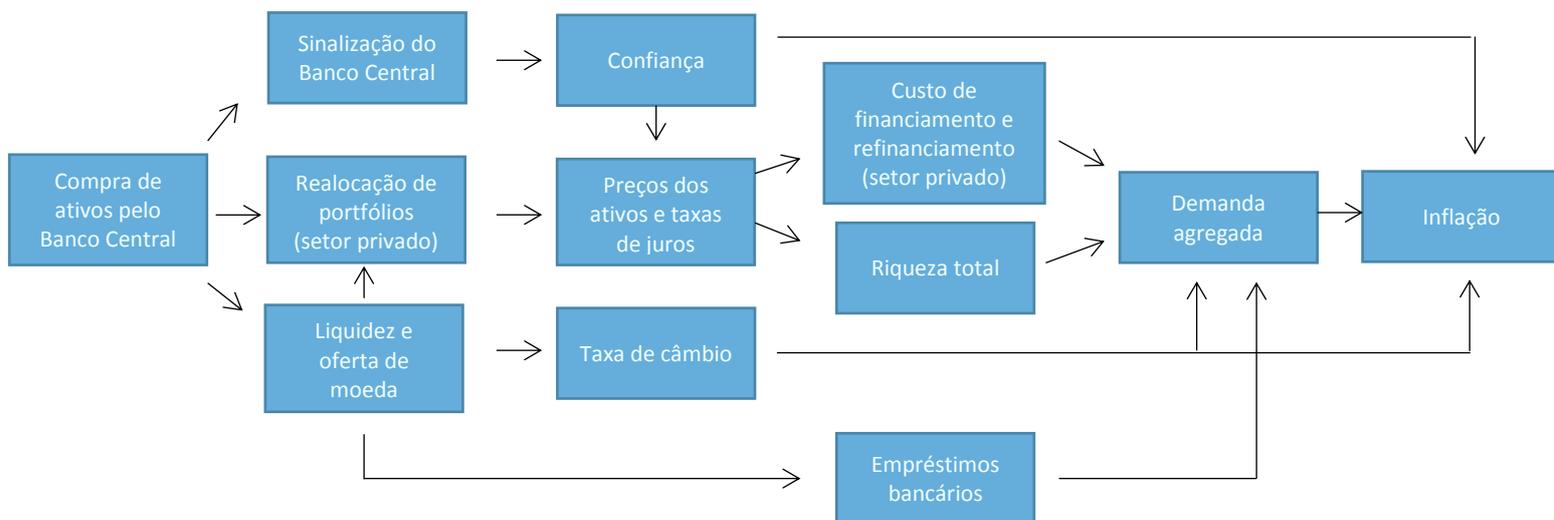
⁵⁵ No final de 2016, o governo britânico afirmou que possivelmente retomaria o programa de QE por conta do Brexit.

⁵⁶ O Banco Central da Inglaterra, por exemplo, optou por adquirir majoritariamente títulos públicos de instituições financeiras não bancárias, como fundos de pensão. Os EUA, por outro lado, além de contraírem títulos públicos, também adquiriram um montante significativo de “agency debt” e de “agency mortgage-backed securities”.

⁵⁷ Existe na literatura um debate acerca de diferenciação entre “Quantitative Easing” (QE) e “Credit Easing” (CE). De acordo com a definição de Fawley e Neely, 2013, uma política de CE seriam aquelas direcionadas a reduzir taxas específicas de juros e restaurar o funcionamento de certos mercados, enquanto as políticas de QE seriam definidas como quaisquer políticas que atipicamente aumentassem a magnitude dos balanços dos bancos centrais, particularmente na presença da zero lower bound.

⁵⁸ A quantidade de ativos em posse do Fed, por exemplo, foi de aproximadamente US\$ 925 bilhões no período de pré-crise para US\$ 4,5 trilhões em 2017, já após o fim da política de QE.

Figura 7 – Canais de transmissão do Quantitative Easing (QE)



Fonte: Adaptação e tradução dos diagramas de Joyce, Tong e Woods (2011, p. 201) e Joyce et al. (2012, p. 278).

Dentre os canais de transmissão do QE, o canal de realocação dos portfólios é provavelmente o mais importante. Ao realizar compras de títulos públicos e/ou privados de longo prazo, o banco central aumenta o nível de liquidez presente na economia e incrementa consideravelmente o volume de reservas bancárias, agora em posse dos antigos detentores desses títulos. Por si só, o volume de aquisição de certos ativos pelo banco central poderia ser suficiente para aumentar o seu preço e, simultaneamente, reduzir as suas taxas de juros. Entretanto, considerando que esses ativos e as novas reservas bancárias geradas não sejam substitutos perfeitos para os seus antigos portadores⁵⁹, os agentes econômicos irão realocar o excesso de recursos líquidos em portfólio em outros ativos, como ações e títulos corporativos. Ao realizarem essa ação, os preços desses outros ativos se elevam e as taxas de juros são reduzidas, diminuindo o custo de financiamento e de refinanciamento dos agentes econômicos no mercado de capitais. Espera-se, com isso, que o investimento seja estimulado e, portanto, a demanda agregada seja incrementada. Adicionalmente, o aumento dos preços dos ativos pode elevar o consumo dos agentes por meio do efeito riqueza, tal como apresentado no diagrama, impactando positivamente o gasto na economia. É importante também destacar que as compras de ativos pelo banco central tendem a aumentar os seus preços e a reduzir as suas taxas de juros por reduzirem, do ponto de vista dos investidores, o “term premium” e o “risk

⁵⁹ Para que isso seja verdade, é necessário considerar a existência de uma preferência por parte de certos agentes econômicos em manter ativos cuja maturidade seja equivalente à de seus passivos. Ou seja, deveria existir uma predileção dos agentes econômicos por ativos de determinados segmentos da curva de juros. Essa teoria, denominada “preferred-habitat theory” foi inicialmente proposto por Modigliani e Sutch, no artigo “Innovations in interest rate policy”, de 1966.

premium” dos títulos em questão. O “term premium” representa o spread entre as taxas de juros de longo prazo correntes e as taxas de juros esperadas ao longo do mesmo período. Já o “risk premium” significa a diferença entre o retorno esperado dos ativos de risco em relação ao ativo considerado livre de risco. Considerando que o QE consiste em uma forte sinalização de que a taxa de juros de curto prazo permanecerá baixa por um longo período, reduz-se o chamado “duration risk”, ou seja, o risco de que o investidor demore mais tempo para auferir o equivalente ao montante inicialmente investido, caso ocorram aumentos na taxa de juros e, portanto, alterações na curva de juros como um todo. A “duration” de um título representa justamente a sensibilidade de seu preço em relação a alterações nas taxas de juros, tendendo a ser maior quanto maior foi o prazo de maturidade do título em questão. A redução do “risk premium”, por outro lado, ocorre pela redução do montante de títulos de maior risco nos portfólios dos agentes, fazendo com que eles potencialmente exijam um prêmio de risco inferior ao anteriormente verificado. Esse ponto é sumarizado no excerto a seguir:

“With less duration risk to hold in the aggregate, those in the market that needed to be induced to take it should require a lower premium. This tends to reduce the term premium for all long-dated assets; the prices of long-dated risky assets – corporate bonds and equities – are likely to rise”. (JOYCE et al, p. 219, 2012).

O canal de sinalização apresenta o mesmo funcionamento que apresentaria no caso de uma política monetária convencional, atuando por meio das expectativas dos agentes econômicos. No caso da política monetária não convencional, especificamente, o QE pode ser uma forte sinalização de que as taxas de juros permanecerão baixas por um longo período de tempo. Isso ocorre porque, ao adquirir uma expressiva quantidade de ativos, o banco central incorreria em perdas de capital caso viesse a aumentar a taxa de juros. Caso isso venha a ser efetivamente incorporado em sua função objetivo, o banco central transmite um comprometimento crível de que não aumentará a taxa básica de juros. Ao acreditarem nisso, as expectativas dos agentes econômicos serão refletidas ao longo de toda a curva de juros, diminuindo as taxas de juros de períodos longos e intermediários. Adicionalmente, caso os agentes confiem na capacidade do banco central em retomar a inflação, suas expectativas de aumento inflacionário se mostrarão presentes no reajuste de seus preços, impactando positivamente a própria taxa de inflação, tal como apresentado no diagrama.

O canal de liquidez e de financiamento bancário ocorre por meio do aumento da oferta monetária na economia e das reservas bancárias, oriundos das compras de ativos pelo banco central. Do ponto de vista dos bancos comerciais, após a implementação do QE, é possível

que o grau de liquidez de seus portfólios seja superior ao efetivamente demandado ou “desejável” por eles. Dessa forma, os bancos teriam maiores incentivos a realizarem empréstimos, incentivando o gasto na economia. Além disso, o aumento da oferta monetária potencialmente depreciaria a taxa de câmbio, incentivando as exportações e, conseqüentemente a demanda agregada. O aumento dos preços das importações, por sua vez, exerceria um impacto positivo na taxa de inflação. De acordo com Joyce et al. (2012), esse canal de transmissão seria provavelmente pouco eficiente por conta da considerável incerteza e do processo de desalavancagem enfrentados pelos bancos comerciais durante a recessão.

Tal como a política monetária convencional, é importante lembrar que também existiriam lags temporais nos efeitos do QE para as variáveis de economia e que, especificamente, esses lags seriam mais incertos no caso das políticas monetárias não convencionais, justamente por elas terem sido pouco ou nunca utilizadas anteriormente. Em relação aos seus canais de transmissão, embora existam várias suposições teóricas, existiriam relativamente poucas evidências empíricas no momento a respeito da real magnitude do impacto de cada um deles (Adler et al., 2017). De todo modo, de acordo com Kozicki et al. (2011) os programas de compras de ativos pelos bancos centrais tendem a ser mais eficientes conforme: 1) apresentarem como alvo uma falha de mercado específica, com foco em segmentos que sejam importantes para a economia como um todo; 2) forem consideravelmente volumosos em relação ao tamanho total do mercado dos títulos adquiridos; e 3) forem acompanhados de uma clara comunicação do banco central a respeito de seus objetivos. Adicionalmente, segundo Curdia e Woodford (2011), a evidência recente permitiria afirmar que os benefícios dos programas de compras de ativos seriam apenas relevantes em momentos de atípicos estresses financeiros, tal como na crise de 2008.

Após apresentar os principais canais de transmissão do QE, é oportuna uma exposição de alguns dos potenciais riscos de aplicação dessa política. Seriam eles: 1) alta inflação; 2) retornos decrescentes na implementação do QE; 3) tomada excessiva de riscos por parte dos agentes econômicos; 4) contribuição para níveis excessivamente elevados de dívida pública; 5) mau funcionamento do mercado interbancário; e 6) adiamento de ajustes macroeconômicos necessários. De forma geral, todos esses riscos estão relacionados a um patamar imoderado de liquidez na economia e à persistência de taxas de juros demasiadamente baixas. Esses riscos foram documentados nos artigos de Joyce et al. (2012), Fawley e Neely (2013) e Yu (2016).

A alta inflação seria possível a partir do excesso de liquidez disponível aos agentes econômicos após a recuperação da economia do quadro recessivo. Nesse cenário, seria possível que, por conta da abundante oferta de moeda, a taxa de inflação passasse a se elevar

rapidamente, sem que o banco central fosse capaz de reagir a tempo. Sendo assim, o banco central poderia se deparar com significativos custos de desinflação, aplicando uma política monetária contracionista para retomar a inflação ao nível de sua meta.

Os retornos decrescentes do QE representam o risco de o banco central continuar aplicando substanciais compras de ativos, com retornos marginais cada vez menores, enquanto seus custos permanecem constantes. Nesse caso, o QE representaria um aumento mais do que necessário nos balanços dos bancos centrais, o que poderia minar a sua credibilidade e gerar complicações adicionais no momento de se desfazerem dos títulos anteriormente adquiridos.

Como discutido anteriormente, o QE apresenta incentivos para que os agentes econômicos adquiram ativos de maior risco. Caso essa tomada de risco seja elevada, isso poderia gerar riscos à estabilidade financeira na medida em que os portfólios dos agentes se tornariam muito mais sensíveis às alterações na política monetária e às possíveis bruscas mudanças de expectativas na economia. Adicionalmente, isso também poderia debilitar a credibilidade do banco central, uma vez ele teria aplicado uma política monetária (QE) que seria incongruente com o seu objetivo de garantir a estabilidade financeira.

Outro risco possível seria do QE seria um incentivo à manutenção de níveis excessivamente elevados de dívida pública. Isso poderia ocorrer caso os baixos patamares das taxas de juros incentivassem os governos a se endividarem sobremaneira, alcançando níveis pouco sustentáveis. Além disso, existiria certo temor em relação à possibilidade de o QE, em casos extremos como o do Japão, encorajar a monetização da dívida pública.

O mau funcionamento do mercado interbancário, após o QE, poderia ocorrer por conta do excesso de reservas bancárias gerado no processo de compra de ativos. Caso as reservas bancárias se tornassem excessivas, isso poderia resultar em uma redução dos níveis de transações no mercado interbancário, levando-o a um funcionamento potencialmente disfuncional.

Por fim, argumenta-se que o QE potencialmente incentivaria o adiamento de ajustes macroeconômicos necessários, por conta das baixas taxas de juros correntes. Entre esses ajustes, estariam 1) a consolidação fiscal do governo; 2) a reestruturação de firmas que poderiam estar refinanciando empréstimos pouco viáveis; e 3) a diminuição do endividamento das famílias, que potencialmente se encontraria elevado por conta das baixas taxas de juros.

2.2.2. A Negative Interest Rate Policy (NIRP)

A Negative Interest Rate Policy (NIRP) pode ser definida como uma política monetária não convencional, de caráter geralmente complementar, que consiste na aplicação de valores nominais negativos a uma taxa de juros oficial de um banco central. Na grande maioria dos casos⁶⁰, a NIRP é aplicada somente na “deposit rate”, ou seja, na taxa de juros que remunera as reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao banco central. Dessa forma, essas reservas deixam de ser remuneradas e passam a ser descontadas, representando um “custo efetivo”⁶¹ para os bancos comerciais que optarem por essa modalidade. Em linhas gerais, os objetivos da aplicação da NIRP seriam: 1) evitar a manutenção de reservas excessivas por parte dos bancos comerciais junto ao banco central e incentivar os empréstimos bancários; 2) representar um estímulo adicional ao afrouxamento monetário⁶², muitas vezes já iniciado por políticas como o QE, com o intuito de evitar riscos deflacionários; e 3) evitar a apreciação excessiva da taxa de câmbio.

Desconsiderando a aplicação pontual das taxas de juros negativas em certos períodos ao longo da história⁶³, a implementação da NIRP como fenômeno generalizado ocorreu apenas após a crise financeira de 2008. Nesse contexto, os países a aplicarem a NIRP fora da zona do euro foram a Suécia (2009 – 2010; 2014 – atualidade), a Dinamarca (2012 – 2014; 2014 – atualidade), a Suíça (2014 – atualidade) e o Japão (2016 – atualidade). Os motivos da adoção dessas políticas entre esses países, entretanto, não foi uniforme. Enquanto a Suécia e o Japão aplicaram a NIRP com os objetivos de evitar a deflação e estimular o crescimento da economia, a Dinamarca e a Suíça⁶⁴ o fizeram com o intuito de conter apreciações cambiais excessivas.

Os canais de transmissão da NIRP seriam conceitualmente análogos aos canais de transmissão das políticas monetárias convencionais, com apenas algumas peculiaridades em relação à efetividade de sua transmissão (Arteta et al., 2016). O funcionamento teórico dos possíveis canais de transmissão da NIRP foi documentado nos artigos de Bech e Malkhozov

⁶⁰ Com a exceção da Suécia, que foi o único país até o momento a implementar a NIRP na taxa básica de juros de sua economia (Arteta et al, 2016). Todos os demais países aplicaram a NIRP somente na “deposit rate”.

⁶¹ É preferível utilizar a expressão “custo efetivo” porque anteriormente já havia um custo de oportunidade na manutenção de reservas voluntárias junto ao banco central, uma vez que a sua taxa de remuneração era normalmente inferior à taxa corrente de mercado.

⁶² Muitos autores citam os possíveis retornos decrescentes da implementação do QE e o seu progressivo esgotamento na medida em que os títulos adquiridos se tornariam cada vez mais escassos como razões para a aplicação da NIRP.

⁶³ Como o caso da Suíça, em 1972.

⁶⁴ O objetivo da Suíça, em realidade, foi híbrido, consistindo em estimular o crescimento e a inflação por meio da desvalorização da taxa de câmbio (FMI, 2017).

(2016), de Arteta et al. (2016) e do FMI (2017). Seriam eles: 1) o canal de juros; 2) o canal de crédito; 3) o canal de ativos e de realocação de portfólio; e 4) o canal da taxa de câmbio.

Por via do canal de juros, cortes nas taxas de juros para patamares negativos seriam transmitidos da mesma maneira do que reduções nas taxas de juros em valores positivos. A curva de juros seria imediatamente deslocada para baixo, a partir da taxa de juros de curto prazo, impactando todas as maturidades da estrutura a termo da taxa de juros por meio da mudança das expectativas e das ações dos arbitradores. Dessa forma, as taxas de juros do mercado monetário seriam reduzidas, assim como os retornos dos títulos públicos e privados. O resultado, portanto, seria uma redução nas taxas de juros praticadas pelos intermediários financeiros em suas transações, estimulando os agentes econômicos a aumentarem o gasto e o investimento.

O canal de crédito funcionaria a partir do incentivo da NIRP em reduzir as reservas voluntárias dos bancos comerciais no banco central. Frente a um novo custo para a manutenção dessas reservas, espera-se que os bancos comerciais as reduzam e que, com o capital resultante, sejam incentivados a aumentarem os seus empréstimos para o setor privado. Entretanto, é importante destacar que, no caso da NIRP, poderia haver um impacto negativo no crescimento do crédito caso os bancos demandassem taxas de juros mais elevadas para manterem suas margens de lucro ou se a diminuição de suas rentabilidades diminuísse a sua base de capital, tornando-os mais relutantes a emprestar.

Com taxas de juros menores, a partir da aplicação da NIRP, os agentes econômicos poderiam ser incentivados a buscarem ativos de maior risco, de forma a aumentar a rentabilidade esperada de suas carteiras. Dessa maneira, por meio do canal de ativos e de realocação de portfólio, a nova demanda por ações e títulos corporativos aumentaria os seus preços e diminuiria as suas taxas de juros, possivelmente resultando em uma redução do custo de financiamento para as empresas nos mercados de capitais e em um aumento do consumo, via efeito riqueza.

Com taxas de juros mais baixas, pela teoria da paridade da taxa juros, espera-se que a taxa de câmbio seja desvalorizada. Isso, por sua vez, estimularia as exportações, aumentando a demanda agregada, e elevaria os preços das importações, contribuindo para o crescimento da taxa de inflação. Esse seria o funcionamento básico do canal da taxa de câmbio na aplicação da NIRP.

Antes de prosseguir, é interessante destacar que existiriam certas razões para que alguns agentes econômicos optassem por adquirir e manter títulos com taxas de juros negativas. De acordo com o Banco Mundial (2015), essas razões seriam: 1) a especulação e a

arbitragem por parte de agentes que esperaríamos um aumento dos títulos adquiridos; 2) requerimentos institucionais e regulatórios, como seria o caso de agentes que são obrigados por lei a compatibilizar a maturidade de seus ativos em relação aos seus passivos, como os fundos de pensão; e 3) a preferência de alguns agentes em adquirir títulos de menor risco, frente à ausência de ativos alternativos com taxas positivas de remuneração. Em relação a esse último caso, é importante lembrar que o entesouramento de dinheiro em espécie poderia ser ainda mais oneroso do que o desconto proveniente das taxas de juros negativas, considerando os custos de transação, entesouramento e os riscos de possíveis furtos⁶⁵. A decisão dos agentes econômicos em optarem pela remuneração negativa, portanto, não poderia ser considerada necessariamente irracional.

Feitas essas considerações, é importante a exposição dos principais riscos associados à aplicação da NIRP. Seriam eles: 1) a erosão da rentabilidade dos bancos comerciais; 2) a tomada excessiva de risco por parte dos agentes econômicos; 3) o entesouramento monetário; 4) o comprometimento dos modelos de negócios de instituições financeiras não bancárias; 5) a geração de anomalias na valoração de ativos financeiros; e 6) outros riscos macroeconômicos. De forma geral, esses riscos dizem respeito ao possível comprometimento da estabilidade financeira por conta da aplicação da NIRP. Além disso, argumenta-se que eles tendem a ser mais contundentes quanto mais negativas forem as taxas de juros e quanto maior for o período de sua aplicação (Bech e Malkhozov, 2016). Os riscos apresentados acima foram documentados nos estudos do Banco Mundial (2015), de Arteta et al. (2016), de Bech e Malkhozov (2016) e do FMI (2017).

A erosão da rentabilidade bancária poderia ocorrer por conta da relutância dos bancos comerciais em repassarem os custos adicionais da NIRP para os seus depositários. Em grande medida, os bancos temem a possibilidade de os seus depositários retirarem os seus recursos para alocá-los em papel moeda, principalmente quando se trata de clientes varejistas. Além disso, existiriam preocupações em relação ao dano à reputação dos bancos comerciais e à provável redução de market share decorrente da aplicação dessa medida, caso os seus concorrentes não fizessem o mesmo (FMI, 2017). A compressão das margens de lucro dos bancos comerciais, por sua vez, poderia incentivá-los a tomarem mais risco e a fragilizarem os seus balanços, prejudicando a estabilidade financeira, ou a reduzirem os seus empréstimos para protegerem as suas razões de capital (FMI, 2017). No limite, o próprio modelo de

⁶⁵ É por isso que existe, na literatura, a diferenciação entre a “zero lower bound” e a “effective lower bound”, sendo essa última aquela a partir da qual os custos de entesouramento se tornariam menores do que os descontos das taxas de juros negativas.

negócios dos bancos comerciais poderia ser questionado. Todavia, existiriam alguns fatores que poderiam compensar a perda de rentabilidade dos bancos. Entre eles, estariam: 1) um crescimento mais robusto do crédito; 2) um aumento das rendas não provenientes de juros, como ganhos de capital pela valorização dos ativos; e 3) uma recuperação da demanda agregada, caso as políticas monetárias não convencionais fossem bem-sucedidas em restaurar o crescimento econômico.

Como discutido anteriormente, a tomada excessiva de riscos por partes dos agentes econômicos em buscar de maiores rentabilidades frente à NIRP poderia gerar riscos à estabilidade financeira na medida em que os seus portfólios se tornassem muito mais sensíveis às alterações na política monetária e às possíveis bruscas mudanças de expectativas na economia. Outra preocupação relacionada à NIRP nesse sentido seria o estímulo à formação de bolhas de ativos. Caso esses riscos se materializassem, os benefícios da aplicação da NIRP seriam seriamente questionados.

O risco de entesouramento monetário seria decorrente do fato de o papel moeda, enquanto um ativo, oferecer um retorno nominal equivalente a zero, ou seja, superior ao das taxas de juros negativas. Como destacado acima, esse risco estaria muito mais relacionado aos agentes econômicos varejistas do que aos atacadistas, pois aqueles enfrentariam custos inferiores de transação e de custódia, além do menor risco de serem furtados. Por conta dos custos do entesouramento monetário, existiria o conceito de “effective lower bound”, definido como a taxa de juros negativa a partir da qual o entesouramento se tornaria menos oneroso do que as taxas praticadas no mercado. Nesse caso, os agentes econômicos apresentariam fortes incentivos a alocarem os seus recursos em papel-moeda, prejudicando a intermediação financeira e a provisão de crédito. Considerando esses fatores, recomenda-se que as taxas de juros aplicadas pela NIRP não sejam demasiadamente negativas e que não vigorem por longos períodos de tempo, pois, nesse caso, o mercado poderia reduzir o custo de entesouramento, tornando a “effective lower bound” cada vez mais próxima de zero⁶⁶.

A aplicação da NIRP pode também questionar seriamente o modelo de negócios de instituições financeiras não bancárias, como os fundos de pensão e os fundos do mercado monetário. Os fundos de pensão necessariamente apresentariam sua rentabilidade comprometida, pois são institucionalmente obrigadas a adquirir e manterem ativos de baixo risco, de maturidades compatíveis com as de seus passivos. Já os fundos do mercado

⁶⁶ Existem, na literatura, propostas para que a “effective lower bound” seja contornada, mas essas propostas são consideravelmente controversas e jamais foram testadas. Entre elas, estaria a abolição do papel moeda e a taxação do dinheiro, de modo a fazer com o que o papel moeda apresente um retorno inferior a zero (FMI, 2017).

monetário seriam diretamente afetados pelas taxas negativas dos mercados monetários após a aplicação da NIRP, sendo possivelmente incapazes de preservar o capital de seus investidores. Caso essas firmas não estejam aptas a se adaptarem satisfatoriamente a esse novo contexto, a viabilidade de oferta de seus serviços, os quais se apresentariam como fundamentais para o sistema financeiro contemporâneo, seria consideravelmente prejudicada.

Adicionalmente, a NIRP poderia gerar anomalias na valoração de ativos financeiros, pois, conforme as taxas de juros fossem reduzidas, o valor presente de fluxos de caixa futuros se tornaria progressivamente mais sensível a modificações na taxa de juros. Isso poderia se tornar um grave problema na negociação do valor presente dos ativos, uma vez que abriria margens para a arbitrariedade e a imprecisão, comprometendo o funcionamento ideal do sistema financeiro (Arteta et al., 2016).

Por fim, outros riscos macroeconômicos associados à NIRP seriam a alocação ineficiente de recursos, oriundos dos riscos anteriormente citados, a distorção das distribuições de renda e de riqueza, decorrente do aumento dos preços dos ativos e do efeito riqueza, e o adiamento de reformas macroeconômicas necessárias, por conta da acomodação econômica criada pelas baixas taxas de juros. Nesse sentido, seria possível afirmar que os riscos macroeconômicos da aplicação da NIRP guardam certa semelhança em relação aos riscos associados à implementação do QE, como apresentado na seção 2.2.1.

Feitas essas considerações a respeito do Quantitative Easing e da Negative Interest Rate Policy, as próximas seções serão destinadas à análise da aplicação dessas políticas no caso específico da zona do euro.

2.3. A Negative Interest Rate Policy na Zona do Euro (2014 - 2016)

A crise dos títulos soberanos apresentou efeitos duradouros sobre a economia da zona do euro. Em 2014, vários dos países membros da união monetária ainda sofriam duramente de suas consequências, que se refletiam em reduzidos níveis de atividade econômica, altas taxas de desemprego e baixos índices de concessão de crédito. Nesse momento, dois principais aspectos chamaram a atenção do Banco Central Europeu. O primeiro deles foi o grande aumento das reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao BCE, as quais passaram de patamares insignificantes em 2010 para aproximadamente 100 bilhões de euros em 2014 (Arteta et al., 2016). Em grande medida, isso representava o elevado grau de incerteza que ainda se fazia presente na economia da zona do euro naquele momento. O segundo aspecto foi

a forte dinâmica descendente apresentada pelo IHPC⁶⁷, o qual se encontrava abaixo de 1% desde novembro de 2013, acompanhado da queda das expectativas de inflação dos agentes econômicos. Por si só, esse último fator já se apresentava inconsistente com o objetivo do BCE de manter o IHPC em um nível próximo, mas abaixo de 2%.

Vários fatores explicariam a desinflação verificada nesse período. Entre os principais, estariam a queda dos preços das commodities, sobretudo do petróleo, dos preços dos alimentos e a apreciação cambial (Draghi, 2014). Adicionalmente, há de se considerar os ajustes deflacionários sofridos pelos países periféricos da zona do euro nesse período, oriundos da crise dos títulos soberanos. Como discutido na seção 1.5, já era de se esperar que tais ajustes acontecessem na periferia europeia. De acordo com Draghi (2014), esses ajustes seriam funcionais em reestabelecer a competitividade dos países mais afetados pela crise, apesar de seu impacto negativo na taxa de inflação.

Nesse momento, no início de 2014, é importante ressaltar que todas as taxas de juros oficiais do BCE já se encontravam em baixos patamares, abaixo de 1%. De acordo com o BCE, isso seria decorrente não apenas da crise dos títulos soberanos, mas também de uma tendência estrutural de queda da taxa de juros natural de equilíbrio. Essa, por sua vez, seria explicada por um excesso global de poupança, “global saving glut”⁶⁸, mudanças demográficas e baixo crescimento da produtividade do trabalho nas economias avançadas (German Council of Economic Experts, 2016).

Diante desse cenário, a NIRP foi aplicada pelo BCE como uma medida complementar, adicional aos programas de compras de ativos, com os objetivos de reduzir as reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao BCE, estimular a concessão de crédito e evitar riscos deflacionários. Todas as reduções da deposit facility rate foram acompanhadas de anúncios de outras políticas monetárias não convencionais, relacionadas aos programas de compras de ativos do BCE. A primeira redução da deposit facility rate ocorreu em junho de 2014 (-0,1%), coincidindo com o anúncio do Targeted Longer-Term Refinancing Operations I (TLTRO-I). A segunda redução (0,2%) foi feita em setembro de 2014, juntamente com os anúncios do Asset Backed Securities Purchases Programme (ABSPP) e do Covered Bond Purchase Programme III (CBPP3). A terceira (-0,3%) e quarta (-0,4%) reduções ocorreram respectivamente em dezembro de 2015 e março de 2016, juntamente com o anúncio de extensões dos programas de compras de ativos realizados pelo BCE. Adicionalmente, é

⁶⁷ “Índice Harmonizado de Preços ao Consumir”, principal índice de inflação da zona do euro.

⁶⁸ Expressão cunhada por Ben Bernanke em um discurso de 2005, intitulado “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”.

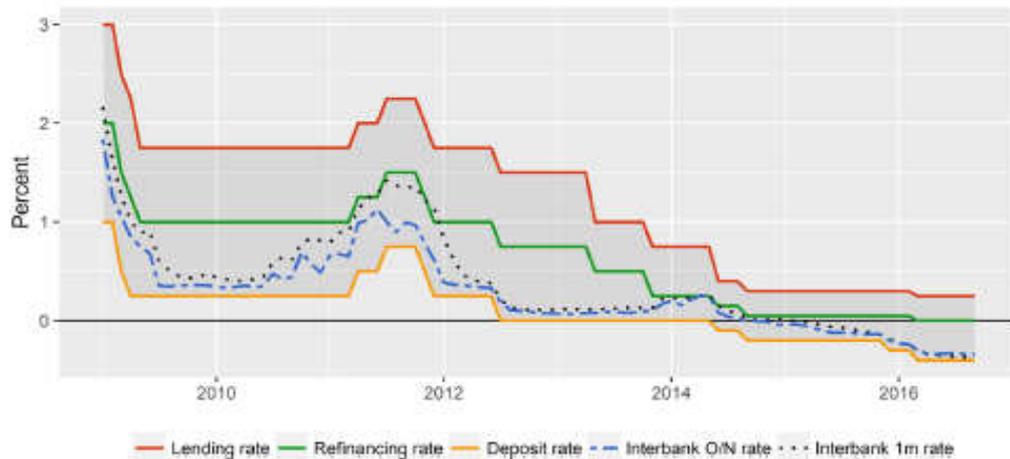
importante ressaltar que todas essas reduções foram acompanhadas de diminuições das outras duas taxas oficiais de juros do BCE, a "marginal lending facility rate" e a "main refinancing operations rate", efetivamente reduzindo o "corredor das taxas de juros básicas", no qual oscila a EONIA e a Euribor, como apresentado na seção 1.3.

Justamente pela não exclusividade dos anúncios da NIRP, seus impactos isolados são de difícil mensuração. Todavia, a partir de estudos selecionados, é possível analisar alguns de seus impactos em relação aos seus canais de transmissão esperados e aos riscos apresentados pela NIRP à estabilidade financeira.

Inicialmente, é importante afirmar que os impactos da NIRP na zona do euro foram heterogêneos, afetando muito mais os países centrais do que os periféricos. Isso se deu por conta do fato de que os bancos dos países centrais, contando com maiores posições credoras, apresentavam reservas excessivas em maiores montantes do que os bancos dos países periféricos. Adicionalmente, a transmissão da NIRP foi mais efetiva em seus impactos para os empréstimos varejistas em países que contavam com maiores proporções de empréstimos com taxas variáveis de juros, como Portugal, Espanha e Itália (FMI, 2016).

Em relação ao canal da taxa de juros, é possível afirmar que as taxas do mercado monetário, a EONIA e a Euribor, seguiram estritamente a queda da deposit facility rate, refletindo a queda de juros adotada pelo BCE para o restante da economia (Angrick e Nemoto, 2017). Como resultado, a curva futura da EONIA foi deslocada para baixo e tornou-se menos inclinada. Adicionalmente, as taxas de juros de longo prazo diminuíram por conta da adoção da NIRP (Coeuré, 2014) e o custo dos empréstimos para as famílias e para as empresas foram reduzidos, principalmente por conta da diminuição no "term premia" (FMI, 2017). Por fim, é importante ressaltar que, segundo os autores citados, não houve alterações significativas nos volumes negociados nos mercados monetários por conta da aplicação da NIRP. A relação entre as taxas de juros oficiais do BCE, a EONIA e a Euribor pode ser verificada na figura abaixo.

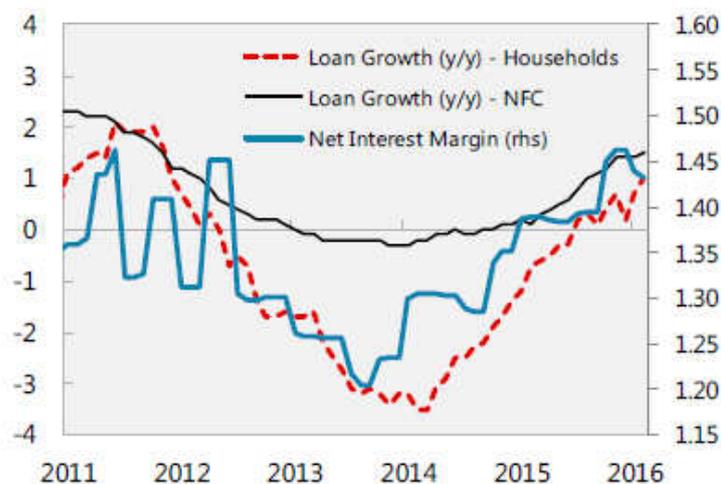
Figura 8 – Taxas de juros oficiais do BCE, EONIA e Euribor (2010 – 2016)



Fonte: Angrick e Nemoto (2017). Na figura, “Interbank O/N rate” representa a EONIA e “Interbank 1m rate”, a Euribor.

No tocante ao canal de crédito, pode-se afirmar que a NIRP contribuiu para uma modesta expansão dos empréstimos bancários (FMI, 2016). De acordo com Coeuré (2016), os empréstimos bancários têm aumentado desde a metade de 2014, tanto para as famílias quanto para as corporações não financeiras. Em termos específicos, o BCE estima que as taxas de juros negativas tenham contribuído com cerca de 1% para o crescimento dos empréstimos corporativos desde julho de 2014 (ECB, 2016). Entretanto, é preciso destacar que, embora a NIRP tenha contribuído para o crescimento dos empréstimos bancários, suas taxas de crescimento apenas voltaram a ser positivas no final de 2015. A figura abaixo ilustra esses resultados.

Figura 9 – Margem de lucro líquida dos bancos comerciais, crescimento dos empréstimos para as famílias e crescimento dos empréstimos para as empresas não financeiras



Sources: Bloomberg, L.P.; ECB; and IMF staff calculations.

Fonte: Jobst e Lin (2016).

Em relação ao canal de ativos e de realocação de portfólio, É possível afirmar que a NIRP apresentou impactos positivos, mas esses foram de caráter complementar aos programas de compras de ativos realizados pelo BCE. De acordo com Angrick e Nemoto (2017), durante o período de aplicação da NIRP, os retornos dos títulos de longo prazo e dos títulos corporativos decaíram mais fortemente, assim como os preços das ações aumentaram em ritmo mais acelerado do que em períodos sem a NIRP. Desde o início de 2015, vários dos títulos públicos dos países da zona do euro vêm apresentando retornos negativos. Atualmente, estima-se que 80% dos títulos públicos de maturidade de até dois anos apresentem retornos negativos. Entre os títulos de dez anos de maturidade, essa proporção encontra-se em 20% (German Council of Economic Experts, 2016). Entretanto, ressalta-se que esses resultados seriam muito mais provenientes do Quantitative Easing e dos programas de compras de ativos do que da NIRP. Por fim, de acordo com Riet (2017), existem evidências de que as instituições financeiras têm assumido maior risco de crédito e de “duration” por conta da NIRP, assim como adquirido títulos menos líquidos em busca de retornos superiores.

No que diz respeito ao canal da taxa de câmbio, tanto Jobst e Lin (2016) quanto Hameed e Rose (2016) afirmam que não existem evidências de que a aplicação da NIRP tenha contribuído para a desvalorização do euro.

Feitas essas observações em relação aos impactos da NIRP em seus respectivos canais de transmissão, é importante analisar se algum dos riscos previstos para a aplicação das taxas de juros negativas efetivamente se materializaram. Os riscos apresentados serão 1) a erosão da rentabilidade bancária; 2) a tomada excessiva de riscos por parte dos agentes econômicos; e 3) o entesouramento. Não foram encontrados estudos empíricos em relação aos demais riscos.

De forma geral, não houve danos à rentabilidade bancária na zona do euro por conta da adoção da NIRP (Jobst e Lin, 2016). Em grande medida, a queda das taxas de remuneração dos depósitos varejistas e corporativos permitiu aos bancos a manutenção de suas margens líquidas de lucro, como pode ser observado na figura 9. Em casos em que não foi possível repassar os custos da NIRP para os depositários, os bancos comerciais compensaram seus custos adicionais privilegiando atividades baseadas em taxas fixas e aumentando o seu volume de concessão de crédito. Os ganhos de capital oriundos das quedas das taxas de juros também contribuíram positivamente para a sustentação do lucro bancário. Em realidade, as estimativas do BCE (2016) mostram que o impacto da NIRP na rentabilidade bancária tende a ser relativamente pequeno, sendo equivalente a uma redução de 7 pontos base na

rentabilidade bancária para uma queda de 50 pontos base na deposit facility rate. Adicionalmente, é preciso considerar que o TLTRO-II, programa de crédito subsidiado implementado pelo BCE, ofereceu a possibilidade de redução dos custos da NIRP para os bancos comerciais. Com o TLTRO-II, foi permitido aos bancos tomarem recursos emprestados do BCE a taxas equivalentes a zero ou inferiores, sendo essas condicionais ao montante de empréstimos provisionados pelos bancos comerciais ao setor privado. Dessa forma, caso os bancos expandissem os seus empréstimos consideravelmente, poderiam obter recursos do BCE a uma taxa de juros de -0,4%, a qual, sendo equivalente à remuneração da deposit facility rate, poderia anular os custos da NIRP⁶⁹ (Arteta et al., 2016).

Em relação à tomada de excessiva de riscos por parte dos agentes econômicos, é possível afirmar que, de fato, os bancos comerciais aumentaram a concessão de empréstimos para firmas menores e de maior risco (Bräuning e Wu, 2016). Adicionalmente, os bancos comerciais alteraram a composição de seus portfólios, aumentando a participação de ativos de maior risco, como ações e títulos corporativos. De todo modo, não há evidências de que esses comportamentos tenham provocado um crescimento significativo da fragilidade financeira dos balanços bancários (Bräuning e Wu, 2016).

Em relação ao entesouramento monetário, não houve evidências de que a proporção de retenção de papel moeda tenha aumentado. Sendo assim, é possível afirmar que os níveis correntes das taxas de juros negativas não provocam incentivos suficientes para esse tipo de comportamento (Jobst e Lin, 2016).

Por fim, pode-se concluir que a NIRP apresentou modestos efeitos positivos na economia da zona do euro, reduzindo as taxas de juros dos empréstimos bancários, estimulando o provisionamento de crédito e o processo de realocação de portfólio. É importante ressaltar, mais uma vez, que a NIRP foi uma medida complementar, atuando em conjunto com os programas de compras de ativos do BCE e com o Quantitative Easing. Como discutido, nenhum de seus riscos teóricos efetivamente se materializam. Todavia, é importante destacar que todos os estudos analisados afirmam que, para futuras acomodações monetárias, recomenda-se que o BCE não aprofunde a utilização da NIRP, justamente pela incerteza relacionada à materialização de seus riscos.

⁶⁹ A depender do montante de empréstimos concedidos em relação ao montante de reservas voluntárias mantidas junto ao BCE.

2.4. O Quantitative Easing e os Asset Purchase Programmes na Zona do Euro (2015 - 2016)

Desde a crise financeira de 2008, vários foram os programas de compras de ativos empreendidos pelo Banco Central Europeu. Entre eles, estavam o CBPP1⁷⁰ – Covered Bond Purchase Programme I (julho de 2009), o SMP – Securities Markets Programme (maio de 2010), o CBPP2 – Covered Bond Purchase Programme II (novembro de 2011) e o OMT – Outright Monetary Transaction (agosto de 2012). Em linhas gerais, todos esses programas foram destinados à compra de títulos públicos e privados, com os objetivos de aumentar a liquidez para as instituições financeiras e diminuir a incerteza em mercados de ativos com elevada volatilidade.

Em 2014, entretanto, como discutido na seção anterior, a economia da zona do euro ainda não mostrava sinais de recuperação. Havia uma clara tendência de queda do IHPC, que ameaçava desancorar as expectativas de inflação (Micossi, 2015). Diante desse cenário, o BCE decidiu aprofundar o relaxamento monetário por meio do anúncio de dois novos programas de compras de ativos, sendo eles o CBPP3 – Covered Bond Purchase Programme III (outubro de 2014) e o ABSPP – Asset-Backed Securities Purchase Programme (novembro de 2014). Em ambos os casos, os objetivos do BCE eram facilitar o funding bancário e encorajar a concessão de crédito para o setor privado por meio do aumento dos incentivos para o provisionamento de empréstimos que poderiam ser securitizados. Além disso, os programas visavam à intervenção em mercados cujos funcionamentos encontravam-se comprometidos por conta dos resultados da crise dos títulos soberanos e do alto grau de incerteza na economia. Em conjunto, as compras de ativos desses programas foram estabelecidas em um montante equivalente a dez bilhões de euro por mês. (Micossi, 2015).

Com a continuação de um cenário econômico pautado por uma baixa demanda agregada, reduzida concessão de crédito, elevado desemprego e baixos índices de inflação, tendo o IHPC atingido patamares negativos em dezembro de 2014, o Banco Central Europeu optou por introduzir formalmente um programa de Quantitative Easing em janeiro de 2015, denominado EAPP – Expanded Asset Purchase Programme. Além dos típicos objetivos do QE, descritos na seção 2.2.1, o BCE tinha como objetivo apresentar uma forte sinalização de que continuaria a implementar medidas não convencionais até que o IHPC voltasse para patamares abaixo, mas próximos de 2% no médio prazo. O EAPP consistiu em uma expansão

⁷⁰ “Covered bonds” são títulos de dívida, normalmente emitidos por bancos ou instituições hipotecárias, que são colateralizados por um conjunto de ativos, à disposição dos titulares dos covered bonds em caso de default por parte de seus emissores.

dos programas CBPP3 e ABSPP e, posteriormente, da inclusão do PSPP – Public Sector Purchase Programme (março de 2015) e do CSPP – Corporate Sector Purchase Programme (junho de 2016). O PSPP tinha como objetivo a compra de títulos públicos dos países membros, sendo eles nominais ou indexados à inflação, e de títulos de governos locais ou regionais. O CSPP, por sua vez, representou apenas uma expansão dos programas anteriores de compra de corporate bonds. Entre março de 2015 e março de 2016, as compras do EAPP somaram 60 bilhões de euros por mês, aumentando para 80 bilhões de euros mensais a partir de abril de 2016 (Andrade et al., 2016).

Nesta seção, assim como na anterior, o objetivo consiste em analisar os principais impactos do EAPP na economia na zona do euro, considerando seus canais de transmissão e os seus potenciais riscos. Para esse propósito, utiliza-se majoritariamente o artigo de Andrade et al, de 2016, intitulado “*The ECB’s Asset Purchase Programme: an Early Assessment*”. Em linhas gerais, o autor utiliza modelos VAR (vector autoregression) com dados diários para quantificar os impactos dos anúncios nas variáveis econômicas, cenários contra factuais e um modelo de equilíbrio geral para analisar os efeitos dos canais de transmissão do QE na macroeconomia.

Os canais de transmissão do QE analisados no estudo são dois, sendo eles 1) o canal de sinalização e de reancoragem das expectativas; e 2) o canal dos ativos e de realocação de portfólio. Em relação aos riscos dos programas de compras de ativos, há considerações a respeito dos impactos do QE na rentabilidade bancária.

A começar pelo canal de sinalização e de reancoragem de expectativas, pode-se afirmar que os programas de compras de ativos foram, em certa medida, bem-sucedidos em aumentar as expectativas de inflação e a reduzir as expectativas das taxas de juros de curto prazo. Em relação à inflação, especificamente, o estudo afirma que houve um aumento de 45 pontos base para a expectativa de inflação de um ano, a partir da implementação do QE, e que as expectativas de inflação de longo prazo, ou seja, de 5 anos, foram revisadas para níveis próximos de 2%, apresentando-se consistentes com as definições de estabilidade de preços do BCE. Em relação às taxas de juros, houve uma queda da estrutura à termo das taxas de juros após o anúncio do QE, refletindo um relativo sucesso da sinalização de que as taxas de juros permaneceriam baixas por um longo período de tempo. É importante ressaltar, entretanto, que os resultados encontrados por Andrade et al. são relativizados no artigo de Gerba e Macchiarelli (2016), os quais afirmam que, embora as expectativas de inflação de curto prazo tenham aumentado, essas ainda se encontrariam em patamares consideravelmente reduzidos. Adicionalmente, por conta disso, não seria possível defender a efetividade do QE em

reancorar as expectativas de inflação apenas com base nas expectativas de inflação de longo prazo, as quais seriam as únicas próximas de 2%. Gros (2016) apresenta uma argumentação similar a de Gerba e Macchiarelli (2016) e defende que, embora as expectativas de inflação de longo prazo tenham aumentado, outros indicadores de inflação, como o deflator do PIB, teriam permanecido inalterados.

Em relação ao canal de ativos e de realocação de portfólio, o estudo de Andrade et al. encontra evidências de que o QE teria sido bem-sucedido em reduzir as taxas de retorno dos ativos adquiridos, assim como em elevar os seus preços. Inicialmente, é importante destacar que foram encontradas evidências estatísticas significativas desses efeitos perante o anúncio dos programas de compras de ativos, mas não durante a sua execução.

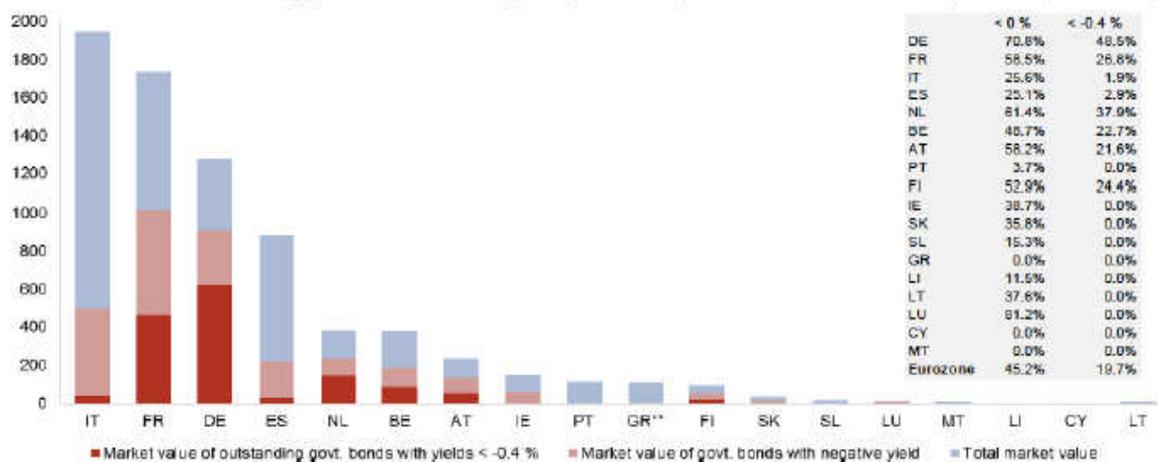
A partir do anúncio do QE na zona do euro, os retornos dos títulos públicos de maturidades de dez e de vinte anos foram reduzidos em 14 e 19 pontos base, respectivamente, no caso da França e em 17 e 32 pontos base, respectivamente, no caso da Espanha. No geral, o impacto estimado para um QE equivalente a 10% do PIB da zona do euro foi de uma queda de 43 pontos base em títulos públicos de 10 anos de maturação. A duração desse impacto nos mercados financeiros, por sua vez, foi estimada em um pouco mais de um ano. A maior redução dos retornos de títulos públicos de maior maturidade é consistente com a redução do duration risk proporcionada pelo QE, descrita na seção 2.2.1. Sendo assim, como destaca Andrade et al., os efeitos do QE tendem a ser mais contundente quanto maiores forem as maturidades dos títulos adquiridos.

No caso dos títulos corporativos, para maturidades entre sete e dez anos, os impactos estimados do QE foram uma queda de 10 pontos bases nos retornos de títulos com rating “AA” e uma redução de 13 pontos base no caso de títulos com rating “BBB”.

É interessante observar que, atualmente, grande parte dos títulos soberanos na zona do euro, principalmente os de menor maturidade, tem apresentado retornos negativos desde o anúncio do Quantitative Easing. Embora esse fenômeno seja também resultado na aplicação da NIRP, existem evidências de que o QE seria o maior responsável por essa ocorrência (German Council of Economic Experts, 2016). O volume de títulos públicos negociados com taxas de retornos negativas em relação ao volume total de títulos públicos disponíveis para cada país membro da zona do euro pode ser verificado na figura abaixo.

Figura 10 – Volume de títulos públicos negociados com taxas de retorno negativas em relação ao volume total de títulos públicos disponíveis por país membro da zona do euro (2016).

Market volume of outstanding public debt* with negative yields and yields below the ECB's deposit rate (in EUR bn)



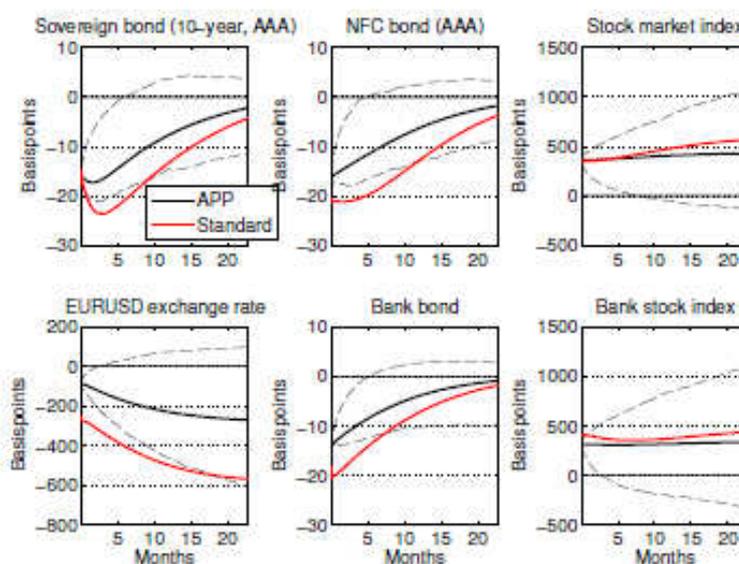
Fonte: Gerba e Macchiarelli (2016). Na figura, o vermelho escuro indica o volume de títulos negociados a taxas abaixo da deposit facility rate (-0,4%). O vermelho claro, o volume de títulos negociados com taxas negativas. O azul, o volume total de títulos disponíveis.

Em relação aos riscos da aplicação do Quantitative Easing, o artigo de Andrade et al. apresenta algumas considerações a respeito dos impactos dos programas de compras de ativos na rentabilidade bancária. Embora a margem líquida dos bancos tenha sido de fato afetada pela queda da inclinação da curva de juros, esse efeito teria sido mais do que compensado pelos ganhos de capital oriundos da valorização dos ativos nos portfólios bancários, os quais teriam provido “alívio de capital” aos bancos comerciais, sendo análogos a uma injeção de capital. Como evidência empírica dessa proposição, Andrade et al. citam um aumento de 2,8% no “STOXX Europe 600 Banks index” após o anúncio do PSPP, refletindo uma valorização das ações dos bancos europeus. Em geral, de acordo com o estudo, essa valorização teria sido superior para o caso de bancos que mantinham maiores proporções de títulos públicos em seus portfólios. Dessa forma, não existiriam evidências de que o QE teria comprometido a estabilidade financeira na zona do euro, pelo menos no curto prazo.

Por fim, o estudo de Andrade et al. (2016) apresenta os resultados estimados do QE na macroeconomia da zona do euro por meio de um modelo de equilíbrio geral que considera os impactos dos canais de transmissão apresentados acima. Em geral, seus resultados indicam que o QE tenderia a aumentar a inflação gradualmente, em 40 pontos base, e a elevar o produto em 1,1%, no total, ao longo de dois anos. O impacto macroeconômico do QE seria nesse caso comparável a uma redução de 1% na taxa de juros, em termos de uma política monetária convencional. Os impactos estimados do QE em relação a uma política monetária convencional, para o período contra factual de 2013 a 2015, podem ser verificados na figura abaixo. De acordo com Andrade et al., os impactos macroeconômicos do Quantitative Easing

seriam estatisticamente significativos. É importante ressaltar, entretanto, que esses resultados não são consensuais. Hallett (2016), por exemplo, estimou os impactos do QE entre 2015 e 2016 como sendo equivalente a um aumento de 0,2% no produto e a uma elevação de 0,05% no índice de inflação. Nesse caso, os impactos do QE teriam sido bastante modestos.

Figura 11 – Impactos estimados do QE na zona do euro em relação a uma política monetária convencional (títulos públicos, ações de empresas não financeiras, índice do mercado de ações, taxa de câmbio, ações de bancos comerciais e índice de ações dos bancos comerciais) – 2013 – 2015.



Fonte: Andrade et al., 2016. Os resultados apresentados foram estimados a partir de um modelo VAR, com dados diários. A linha vermelha indica os impactos de uma política monetária convencional, enquanto a linha preta indica os impactos do QE (APP).

Feitas essas considerações, é interessante apresentar os impactos do QE em relação aos empréstimos bancários e à taxa de câmbio, a partir de outros estudos.

De acordo com Bernoth et al. (2016), que utilizam um modelo SVAR (structural vector autoregressive) para as suas estimativas, existiriam evidências de que o QE tenha diminuído as taxas de juros dos empréstimos bancários após a sua aplicação, assim como aumentado o volume de crédito concedido, tanto para as famílias quanto para as firmas. Embora não ofereça estimativas quantitativas desses impactos, o estudo afirma que eles demorariam cerca de dois anos para se materializarem por completo. Por outro lado, Gerba e Macchiarelli (2016) relativizam os resultados descritos acima. Segundo os autores, o QE teria de fato contribuído para uma melhora nos termos e condições dos empréstimos bancários, mas não teria sido efetivo em alterar os seus volumes. Embora concordem que tenha havido aumento nas concessões de crédito na zona do euro, inclusive para pequenas e médias

empresas, a desagregação dos dados da Banking Lending Survey do BCE de 2016 indicaria que, diretamente, o aumento da concessão de crédito não teria sido proveniente da liquidez adicional provisionada aos bancos pelo QE. Os impactos do Quantitative Easing em relação aos empréstimos bancários, portanto, teriam sido limitados.

Em relação à taxa de câmbio, Demertzis e Wolff (2016) partem da constatação de que a taxa de câmbio da zona do euro (EUR/USD) efetivamente se depreciou a partir de julho de 2014 para concluir que os programas de compras de ativos do BCE, principalmente o PSPP, foram efetivos na desvalorização do euro. Tal proposição, entretanto, pode ser contraposta com as análises de Gerba e Macchiarelli (2016), que afirmam que, embora o euro tenha se depreciado em relação ao dólar americano, ele se manteve inalterado, desde a aplicação do QE, em relação ao índice ponderado de moedas dos países que são os principais parceiros comerciais da zona do euro, ou seja, o “trade-weighted effective exchange rate index” do euro. Nesse caso, os impactos do QE nas exportações da zona do euro teriam sido praticamente insignificantes.

Por fim, pode-se concluir que não existe grande consenso em relação aos impactos e à efetividade do Quantitative Easing na zona do euro. Em geral, pode-se afirmar que o QE apresentou efeitos moderados na Eurozona, sendo bem-sucedido em contribuir para a queda das taxas de retorno dos títulos adquiridos pelo BCE e para o aumento de seus preços, assim como para o deslocamento descendente da curva de juros. Em relação aos riscos de sua aplicação, praticamente todos os estudos analisados afirmam que não foram materializados. Seus demais impactos, entretanto, permanecem controversos.

2.5. Conclusões - As Políticas Monetárias Não Convencionais do Banco Central Europeu (2014 - 2016)

Por conta da crise financeira de 2008 e da crise dos títulos soberanos na zona do euro, várias foram as políticas não convencionais adotadas pelo Banco Central Europeu com os objetivos de evitar a deflação, diminuir as reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao banco central, estimular a concessão de crédito e elevar a demanda agregada. Entre essas medidas, estiveram os primeiros programas de compras de ativos do BCE, a adoção da Negative Interest Rate Policy e a implementação do Quantitative Easing. Como discutido, essas políticas foram adotadas frente a um esgotamento das políticas monetárias convencionais e às restrições da “Zero Lower Bound”.

Em geral, pode-se afirmar que tanto a NIRP quanto o QE apresentaram impactos na economia da zona do euro, principalmente relacionados à diminuição dos retornos dos ativos, ao aumento dos seus preços, ao deslocamento descendente da curva de juros e à realocação de portfólio dos agentes econômicos. Os demais impactos esperados, sejam eles nos índices de inflação, na concessão de crédito ou no estímulo da demanda agregada, foram limitados, embora presentes. Sendo assim, pode-se concluir que embora as políticas monetárias não convencionais do Banco Central Europeu possam ter sido funcionais em aliviar os impactos das crises que assolaram o continente europeu, provendo um afrouxamento monetário adicional e evitando riscos deflacionários, elas foram incapazes de, por si só, promoverem uma retomada expressiva da economia da zona do euro. Não obstante, elas foram indispensáveis para evitar o aprofundamento da crise e, não seria exagerado afirmar, lançar as bases para o processo de recuperação econômica na Eurozona, ainda que de forma bastante heterogênea.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No primeiro capítulo, realizou-se uma análise histórica-institucional desde as origens da União Europeia até a consolidação da atual institucionalidade da zona do euro. Ao longo desse trajeto, foi possível observar que foram diversas as alterações sofridas no projeto inicial de integração europeia, cujos propósitos visavam fundamentalmente à busca da paz, à coexistência pacífica dos países e à prosperidade econômica mútua.

Os processos de integração econômica e monetária europeus foram profundamente influenciados pelas mudanças nos cenários geopolítico e econômico que se manifestaram a partir da década de 1970, assim como pelas alterações na teoria econômica dominante nesse mesmo período. A partir de então, os esforços de integração econômica europeus passaram a ser motivados pela busca da eficiência econômica e da competitividade, com uma influência cada vez maior da ideologia pró-mercado, da teoria Novo Clássica e da referência anti-inflacionária alemã. Com o surgimento da Nova teoria das AMO, pautada pelo Novo Consenso Macroeconômico e pela Hipótese dos Mercados Eficientes, foram efetivamente descartadas as possibilidades de empreendimento de políticas econômicas ativas por parte dos estados nacionais, os quais deveriam ser supostamente beneficiados pela perda de suas autonomias econômicas. Além disso, considerando o critério de endogeneidade da Nova teoria das AMO, foram desconsideradas significativas diferenças econômicas entre os países que formariam a futura união monetária, uma vez que a sua devida convergência poderia ser conquistada ex-post, ao invés de ex-ante.

Em termos concretos, essas alterações se refletiram diretamente nas diretrizes do Tratado de Maastricht, na institucionalidade do Banco Central Europeu e na imposição do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Como discutido, o resultado desse processo foi a consolidação de uma união monetária marcada por consideráveis assimetrias entre os seus países centrais e periféricos, pela privação das autonomias monetária, fiscal e cambial de seus países membros e pela ausência de um “Big Bank” e de um “Big Government”, em termos minskianos. O arcabouço institucional consolidado, dessa forma, não seria apenas incapaz de lidar com crises financeiras graves e de corrigir as assimetrias entre os países da zona do euro, mas também seria responsável pela imposição de ajustes deflacionários aos países periféricos como principal alternativa para a correção de seus desequilíbrios em conta corrente.

A eclosão da crise financeira de 2008 e o seu posterior desenvolvimento na crise dos títulos soberanos apresentou graves impactos para a economia da zona do euro. Frente às rigidezes da institucionalidade do euro, praticamente toda a carga do ajuste econômico e do

estímulo à demanda agregada recaíram sobre a política monetária. Formas alternativas de atuação, como a realização de um esforço fiscal coordenado e a atuação da Alemanha como compradora em última instância, não se mostraram possíveis.

Como visto no segundo capítulo, frente à persistência de um cenário econômico desfavorável e ao esgotamento das políticas monetárias convencionais, o Banco Central Europeu aplicou o Quantitative Easing e a Negative Interest Rate Policy com os objetivos de evitar riscos deflacionários, diminuir as reservas voluntárias dos bancos comerciais junto ao banco central, incentivar a concessão de crédito e estimular a demanda agregada. Embora essas políticas tenham sido bem-sucedidas em afrouxar as condições monetárias pela queda das taxas de juros e pelo aumento dos preços dos ativos em geral, seus impactos econômicos foram limitados, sendo incapazes de, por si só, promoverem uma retomada expressiva na economia da zona do euro. Não obstante, elas foram indispensáveis para evitar o aprofundamento da crise na região, bem como lançar as bases para o processo de recuperação.

Dessa forma, o trabalho permitiu verificar estreita relação entre as políticas recentemente aplicadas pelo Banco Central Europeu, a rigidez institucional da zona do euro e a implementação de políticas monetárias não-convencionais. Pode-se concluir que as duas estratégias não-convencionais de política monetária foram indispensáveis, no contexto de rigidez institucional estabelecida pela união monetária, para evitar o aprofundamento da crise na região.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADLER, O. et al. **The Future of Monetary Policy**. Credit Suisse Research Institute, 2017.
- ANDRADE, P. et al. **The ECB's Asset Purchase Programme: An Early Assessment**. ECB Working Paper No. 1956, 2016.
- ANGRICK, S.; NEMOTO, N. **Central banking below zero: The implementation of negative interest rate policies in Europe and Japan**, ADBI Working Paper Series, No. 740, 2017.
- ARESTIS, P.; MCCAULAY, K.; SAWYER, M. **From Common Market to EMU: A Historical Perspective of European Economic and Monetary Integration**. The Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 263, 1999.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. **European Integration and the 'Euro Project'**. Chapters in: *The Handbook of Globalisation*, Second Edition, chapter 15, Edward Elgar Publishing, 2011.
- ARTETA et. al, **Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications**, World Bank Group, Policy Research Working Paper No 7791, August 2016.
- BANCO MUNDIAL. **Negative Interest Rates in Europe: A Glance at Their Causes and Implications**. Global Economic Prospects, June 2015.
- BECH, M.; MALKHOZOV, A. **How have central banks implemented negative policy rates?** BIS Quarterly Review, March 2016.
- BELLUZZO, L. G. **As Transformações no Sistema Monetário Internacional (PREFÁCIO)**. Org. Cintra, M. e Martins, A. IPEA, 2013.
- _____. **O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados**. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4, p.11-20, jun.1995.
- BERNOTH, K. et al. **Effectiveness of the ECB Programme of Asset Purchases: Where do We Stand?** Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin), Politikberatung kompakt 113, Juni 2016.
- BLIKSTAD, N. M. D. **O projeto de integração europeu e a crise da zona do euro (2007-2013)**. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, 2015.
- BLIKSTAD, N.; OLIVEIRA, G. **A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana**. In: 43o Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Florianópolis/SC, 2015.
- BRÄUNING, F.; WU, B. **ECB Monetary Policy Transmission during Normal and Negative Interest Rate Periods**, March 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2940553>

COEURÉ, B. **Assessing the implications of negative interest rates**. Speech by Benoît Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven, 28 July 2016.

_____. **Life below zero**: Learning about negative interest rates. Speech by Benoît Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, Presentation at the annual dinner of the ECB's Monetary Market Contact Group, Frankfurt am Main, 9 September 2014.

CURDIA, V.; WOODFORD, M. **The central-bank balance sheet as an instrument of policy**, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, pp. 54–79, 2011.

DEMERTZIS, M.; WOLFF, B. **The Effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme**. Bruegel Policy Contribution issue, Policy Paper, June 2016.

DRAGHI, M. **Monetary policy in a prolonged period of low inflation**. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, 26 May 2014. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140526.en.html>

EUROPEAN CENTRAL BANK. **The Monetary Policy of the ECB**. 2011. Disponível online em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.en.html>

FAWLEY, B; NEELY, C. **Four Stories of Quantitative Easing**, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1): 51-88, January-February, 2013.

FLASSBECK, H.; LAPAVITSAS, C. **The systemic crisis of the euro – true causes and effective therapies**. Rosa Luxemburg Stiftung, 2013.

FMI. **Negative Interest Rate Policies**: Initial Experiences and Assessments. IMF Policy Paper, Staff Report, August 2017.

GERBA, E.; MACCHIARELLI, C. **Assessing ECB quantitative easing: one year on**: In-depth analysis IP/A/ECON/2016-02, PE 578.995. European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Brussels, Belgium, 2016.

GERMAN COUNCIL OF ECONOMIC EXPERTS, **Niedrigzinsen weder für den Euro-Raum noch für Deutschland angemessen**. Annual Report 2016/17, Chapter 5. Disponível em: https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201617/chapter_five.pdf

GROS, D. **Quantitative Easing Effectiveness**. In-depth analysis IP/A/ECON/2016-02, PE 578.995. European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Brussels, Belgium, 2016.

HALLETT, A. H. **Effectiveness of the ECB Programme of Asset Purchases**: Where do We Stand?, School of Economics and Finance, University of St. Andrews, 2016. Disponível em: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578995/IPOL_IDA\(2016\)578995_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578995/IPOL_IDA(2016)578995_EN.pdf)

HAMEED, A.; ROSE, A. **Exchange Rate Behavior with Negative Interest Rates: Some Early Negative Observations**, CEPR Discussion Paper 11498, 2016. Disponível em: www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=11498

JOBST, A; LIN, H. **Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area**. IMF Working Paper No. 16/172, 2016.

JOYCE, M. et al., **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction**. The Economic Journal, 122 (November), F271-F288, Royal Economic Society, 2012.

JOYCE, M.; TONG, M; WOODS, R. **The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: design, operation and impact**. Bank of England, Quarterly Bulletin, Q3, 2011.

KENEN, P. **The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View**. In: Mundell and Swoboda (eds.) *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. New York, NY: Classical House Books, 2008. 332 p.

KOZICKI, S. et al., **Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases**, Bank of Canada Review, spring 2011.

KRISHNAMURTHY, A.; VISSING-JORGENSEN, A. **The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 17555, 2011.

MCLEAY, M.; RADIA, A.; THOMAS, R. **Money Creation in the Modern Economy**. Bank of England, Quarterly Bulletin, Q1, 2014.

MICOSSI, S. **The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)**, Centre for European Policy Studies, CEPS Special Report, No 109, May 2015.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New York, NY: McGraw Hill, 2008.

MUNDELL, R. **A Theory of Optimum Currency Areas**. American Economic Review, 1961.

OLIVEIRA, G.; DEOS, S.; WOLF, P. **A crise europeia e os limites do ajuste deflacionário**. In: MODENESI, A.; PRATES, D.; OREIRO, J.; PAULA, L.; RESENDE, M. *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Associação Keynesiana Brasileira. Editora Campus, 2012.

OLIVEIRA, G.; WOLF, P. **The Euro and the European Recent Crisis vis-à-vis the Gold Standard and the Great Depression: Institutionalities, Specificities and Interfaces**. Revista de Economia Política (Impresso), v. 37, p. 147-166, 2017.

OREIRO, J. L. C. **A Economia Política da Crise do Euro**. In: MODENESI, A.; PRATES, D.; OREIRO, J.; PAULA, L.; RESENDE, M. Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Associação Keynesiana Brasileira. Editora Campus, 2012.

RIET, A. **The ECB's Fight against Low Inflation**: On the Effects of Ultra-Low Interest Rates, *International Journal of Financial Studies*, 5(2), April 2017.

THIRLWALL, A. P. **The renaissance of Keynesian economics**, In: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 186, P. 327-37. 1993.

WOLF, P. J. W. **Integração regional e convergência econômica**: lições da experiência europeia. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

YU, E. **Did Quantitative Easing Work?** Economic Insights, Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department, First Quarter 2016.