



MARIA CRISTINA BARBIERI GÓES

Uma análise da crise na zona do Euro e a proposta dos *Eurobonds*

Campinas

2015



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

MARIA CRISTINA BARBIERI GÓES

Uma análise da crise na zona do Euro e a proposta dos *Eurobonds*

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 a orientação do Prof. Dr. André Martins Biancarelli.

Campinas

2015

UMA ANÁLISE DA CRISE NA ZONA DO EURO E A PROPOSTA DOS
EUROBONDS

MARIA CRISTINA BARBIERI GÓES

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. André Martins Biancarelli

Convidado: Nicholas Blikstad

Monografia defendida e aprovada em 03/12/2015.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, o Prof. Dr. André Martins Biancrelli, por sua imprescindível contribuição durante o processo desta monografia, sendo sempre solícito. E também por suas aulas inspiradoras de Macroeconomia I e Economia Internacional III, que me muito me motivaram, inclusive para a escolha do tema.

A Nicholas Blikstad por aceitar prontamente o convite para participar da banca desta monografia.

Aos meus pais (Wilma e Ronaldo). Obrigada por apoiarem todas as minhas decisões e fazerem o possível para facilitar os meus dias, finais de semana e estudos. Mãe, obrigada por ter inspirado a minha escolha e por, em sua tentativa de fazer pós-graduação em economia, me fazer herdar um grande acervo. A Maria Elisa, minha irmã e madrinha, que sempre me incentivou e esteve ao meu lado, me ensinando a aprender.

A Jonathan Zumbé, obrigada pelo apoio, carinho e paciência nos últimos anos. Você fez meus dias muito melhores. Ich liebe dich.

Aos meus familiares Nilda (*in memorian*), Wilmon (*in memorian*), Tereza (*in memorian*), Placido (*in memorian*), Osvaldo, Regina, Susana, Paulo, Luis. A Luisa (*in memorian*), que tanto me incentivou e sempre esteve presente com toda sua alegria de viver e bom humor, você faz muita falta.

A Sensei Jitsuko Babá (*in memorian*), どうもありがとうございました! Pela professora e pessoa incrível que foi.

A todos do Instituto de Economia da Unicamp, sem vocês nenhum desses 5 anos teria sido possível. Aos professores, que são os responsáveis por tudo que adquiri na graduação.

A Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti, que foi sempre solícita e justa e muito contribuiu para a realização do meu intercâmbio em Berlim.

Ao Prof. Dr. Eckhard Hein, da Berlin School of Economics and Law, que me propiciou aulas inspiradoras e indicou textos primordiais para o conteúdo desse trabalho.

A Camila, minha companheira de estudos pré-vestibular e grande amiga. Aos meus amigos do IE (Isabela, Michelle, Giulia, Gabriela, Romulo e Marcelo), que estiveram sempre prontos a ajudar e a dividir as alegrias e dificuldades nestes 5 anos

de graduação. Aos companheiros de Berlin, por se tornarem a minha família nesse ano longe de casa.

Ao time Faber-Castell Cosméticos, que me acolheu com todo o carinho e muito me ensinaram (Lourenço, Nicolle, Débora, Natalia, Patricia e todos os demais).

RESUMO

Esta monografia tem o objetivo de analisar a crise que atingiu a zona do Euro relacionando-a à formação e à estrutura da própria União Monetária Europeia. Neste sentido os pontos de destaque são as bases ideológicas e institucionais que respaldam e inspiram o Banco Central Europeu, bem como a avaliação, a inspiração e a efetividade dos critérios de Maastricht, em especial do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) em termos de convergência, desequilíbrios intra bloco (principalmente nos setores externo, privado e financeiro) e instrumental de política econômica. Posteriormente é dado enfoque ao papel da política fiscal de modo a opor a pouca relevância atribuída a ela na UME (de acordo com as diretrizes do Novo Consenso Macroeconômico) e estabelecer uma ligação entre a política fiscal e a crise atual, assim como com uma possível recuperação. Em face dos pontos delicados esboçados, são apresentadas e resumidas as principais propostas de “*Eurobonds*” publicadas até o momento, comparando-as e elegendo a mais apropriada para o enfrentamento da crise e dos desequilíbrios presentes na zona do euro.

Palavras-Chave: Crise europeia; BCE; PEC; Política Fiscal; *Eurobonds*

ABSTRACT

This monograph aims to analyze the crisis that has hit the eurozone, relating it to the formation and structure of the European Monetary Union (EMU) itself. In this sense, the highlights are the ideological and institutional basis that support the European Central Bank, as well as the evaluation, the inspiration and the effectiveness of the Maastricht criteria, in special the Stability and Growth Pact (SGP) in terms of convergence, internal imbalances (external, private and financial sectors mainly) and economic policy framework. Subsequently, the paper is focused on the role of fiscal policy in order to oppose the little importance given to it by the EMU, establishing a connection between the fiscal policy and the current crisis likewise a possible recovery from it. Considering the delicate points outlined, the main proposals of “Eurobonds” published so far are presented and summarized, comparing them and selecting the most appropriate to deal with the crisis and the existing imbalances in the euro area.

Key-words: Eurozone crisis; ECB; SGP; Fiscal Policy; Eurobonds

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Critério de convergência de Maastricht - Bond Yields long term interest rates (Alemanha x Grécia).....	10
GRÁFICO 2 - Nível de endividamento público em % do PIB (Espanha, Irlanda, Alemanha).....	11
GRÁFICO 3 - Nível de endividamento em % do PIB (Portugal, Chipre, Alemanha) .	11
GRÁFICO 4 - Critério de convergência - Inflação	16
GRÁFICO 5 - Balança de Transações Corrente em % do PIB	22
GRÁFICO 6 - Balanço da Conta Financeira em % do PIB.....	23
GRÁFICO 7 - Déficit/Superávit do Setor Público em % do PIB (Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Portugal)	36
GRÁFICO 8 - Long-term bond yield (AlemanhaxFrança).....	37
GRÁFICO 9 - Long-term bond yield (Alemanha x Itália)	38
GRÁFICO 10 - Long-term bond yield (Alemanha x Grécia)	38
GRÁFICO 11 - Long-term bond yield (Alemanha x Irlanda).....	39
GRÁFICO 12 - Long-term bond yield (Alemanha x Portugal)	39
GRÁFICO 13 - Long-term bond yield (Alemanha x Espanha).....	40

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Comparação entre as propostas dos "Eurobonds"	53
QUADRO 2 - Visão geral das 3 principais categorias de "Stability Bonds"	58
QUADRO 3 - Differentiating features of the various proposals for Eurobonds	63

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Trajetórias divergentes de déficit e dívida	34
FIGURA 2 - "Feedback negativo"	35
FIGURA 3 - "Diabolic Loop"	45
FIGURA 4 - A arquitetura das finanças públicas ("EPFA Bonds")	47
FIGURA 5 - A arquitetura das finanças públicas ("EPFA Bonds").....	49

LISTA DE SIGLAS

- BCE:** Banco Central Europeu
- BIE:** Banco de Investimento Europeu
- CEE:** Comunidade Económica Europeia
- CFSP:** Common Foreign Security Policy
- DMO:** Joint Debt Management Office
- ECU:** European Currency Unity
- EDA:** European Debt Agency
- EDP:** Excessive Debt Procedure
- EIB:** European Investment Bank
- EMI:** European Monetary Institute
- EPFA:** European Public Finance Authority
- ERM:** European Exchange Rate Mechanism
- FMI:** Fundo Monetário Internacional
- GATT:** General Agreement on Tariffs and Trade
- JHA:** Policy and Judicial Cooperation in Judicial Matters
- LOLR:** Lender of Last Resort
- NCM:** New Consensus Model
- NAIRU:** Non-Accelerating Rate of Unemployment
- OMC:** Organização Mundial do Comércio
- PEC:** Pacto de Estabilidade e Crascimento
- SME:** Sistema Monetário Europeu
- UE:** União Europeia
- UME:** União Monetária Europeia

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1- DO PROCESSO DE INTEGRAÇÃO À CRISE	3
1.1. A CONSTRUÇÃO DO PROCESSO DE INTEGRAÇÃO (DA COMUNIDADE DO CARVÃO E DO AÇO À UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA)	3
1.2. A CRISE NA ZONA DO EURO E SUAS RAÍZES ESTRUTURAIS	8
1.3. O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL	24
1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS ACERCA DA CRISE E DO PROCESSO DE INTEGRAÇÃO	29
CAPÍTULO 2 - UM MAPEAMENTO DAS PROPOSTAS DOS EUROBONDS	33
2.1 CURVAS DE RENDIMENTOS DOS TÍTULOS NACIONAIS	33
2.2 AS DIFERENTES PROPOSTAS.....	40
2.2.1 <i>Common Bonds</i>	40
2.2.2 <i>The Blue Bond</i>	42
2.2.3 <i>European Safe Bonds</i>	44
2.2.4 <i>EPFA Bonds</i>	46
2.2.5 <i>Eurobills</i>	49
2.2.6 <i>Synthetic Eurobonds</i>	51
2.3 COMPARAÇÃO ENTRE AS PROPOSTAS.....	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
ANEXO	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	64

INTRODUÇÃO

A problemática da crise na zona do Euro, que teve início em 2008, continua sua evolução até os dias de hoje, colocando em debate o processo de formação, as instituições, o arcabouço teórico no qual estão inseridas as políticas econômicas, bem como o futuro da União Monetária Europeia (UME). No ano de 2014, a zona do Euro registrou deflação de 0,1% e o nível de desemprego permaneceu elevado (10,8% em Setembro de 2015 e 20,1% entre os jovens), a ameaça da recessão permanece. É importante ressaltar que essas estatísticas escondem números ainda piores na Grécia, Espanha, Portugal e Itália, por exemplo.

A importância do problema europeu torna-se ainda maior face à magnitude econômica do bloco. Como maior economia do planeta, à frente dos EUA e da China, a UME tem importância considerável com um PIB de €13,4 trilhões no ano de 2014. O bloco ocupa a primeira posição como exportador e a segunda em importação. Além da produção e do comércio, a própria moeda única, o euro, merece destaque, desempenhando as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor internacionalmente, com uma posição relevante na hierarquia de moedas.

O objetivo geral deste trabalho é analisar a crise que atingiu a zona do euro relacionando-a à formação e à estrutura da UME, avaliando de modo mais aprofundado o papel da política fiscal em tal contexto. E, de modo mais específico, a proposta dos *eurobonds* como possível saída para a superação dos problemas estruturais do bloco.

O capítulo 1 traz um panorama geral da eurozona, bem como da crise que se estabeleceu ali e suas causas. Na seção 1.1 é discutido o processo de integração europeu desde a formação da Comunidade do Carvão e do Aço até o estágio de União Monetária em 1992 e a introdução do Euro de fato em 2002. Nessa seção já ficarão claros os pilares teóricos sob os quais está alicerçada a união monetária e toda sua institucionalidade.

Na seção 1.2 segue a discussão acerca do enfoque teórico (brevemente introduzido na seção 1.1) muito inspirado no Novo Consenso Macroeconômico (NCM), conectando-o à crise na zona do Euro. Entre os problemas estruturais e institucionais

é destaca a ineficiência do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) em prevenir e combater a crise e os problemas relacionados à convergência dos países membros (e em grande parte até mesmo escondê-los), bem como o espaço reduzido para a atuação da política fiscal, consequência do próprio arcabouço teórico institucinalizados nos limites do PEC.

Na seção 1.3, levando em conta a colocação da política fiscal em segundo plano pelo próprio embasamento teórico do NCM e pelas restrições do PEC é discutido o papel e a importância desse tipo de política, com enfoque no caso europeu, embasado em Minsky e outros autores keynesianos e pós-keynesianos.

O capítulo 2 traz, primeiramente, as disparidade entre as curvas de rendimentos dos títulos nacionais dos países membros (seção 2.1). A partir da deflagração da crise de endividamento os *spreads* aumentaram, mas o foco do problema não residiria no mal comportamento dos governos dos Estados mais endividados, mas sim dos problemas estruturais existentes da UME (abordados no capítulo 1).

Já na seção 2.2 são abordadas as diferentes propostas de *eurobonds* de acordo com as descrições dos autores das propostas. A comparação entre elas é contemplada na seção 2.3, com um quadro resumo, e o apontamento da proposta que mais se aproximaria dos problemas que realmente causam e dificultam a superação da crise.

CAPÍTULO 1- DO PROCESSO DE INTEGRAÇÃO À CRISE

Este capítulo 1 traz um panorama geral da eurozona, bem como da crise que se estabeleceu ali e suas causas. Na seção 1.1 é discutido o processo de integração europeu desde a formação da Comunidade do Carvão e do Aço até o estágio de União Monetária em 1992 e a introdução do Euro de fato em 2002. Nessa seção já ficarão claros os pilares teóricos sob os quais está alicerçada a União Monetária Europeia e toda sua institucionalidade.

Na seção 1.2 segue a discussão acerca do enfoque teórico (brevemente introduzido na seção 1.1) muito inspirado no Novo Consenso Macroeconômico (NCM), conectando-o à crise na zona do Euro. Entre os problemas estruturais e institucionais é destacada a ineficiência do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) em prevenir e combater a crise e os problemas relacionados à convergência dos países membros (e em grande parte até mesmo escondê-los), bem como o espaço reduzido para a atuação da política fiscal, consequência do próprio arcabouço teórico institucionalizados nos limites do PEC).

Na seção 1.3, levando em conta a colocação da política fiscal em segundo plano pelo próprio embasamento teórico do NCM e pelas restrições do PEC é discutido o papel e a importância desse tipo de política, com enfoque no caso europeu, embasado em Minsky e outros autores keynesianos e pós-keynesianos.

1.1.A construção do processo de integração (da Comunidade do Carvão e do Aço à União Monetária Europeia)

No período imediatamente posterior à Segunda Guerra Mundial, surgiu pelo mundo uma relativamente “nova tendência”, a dos acordos multilaterais. Esta tendência em muito esteve ligada à criação de organismos a nível internacional como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Em 1947, 23 países se tornariam os primeiros signatários do Acordo Geral de Tarifas e Comércio (*General Agreement on Tariffs and Trade - GATT*). O GATT coordenou o comércio mundial

pelos 48 anos seguintes, quando foi então substituído pela Organização Mundial do Comércio (OMC) em 1995.

Neste contexto, o maior projeto de integração regional, que deu origem à atual União Monetária Europeia, teve sua origem. Após um longo período de hostilidades dentro do continente europeu, a integração econômica se estabelecia como uma necessidade. Os dois conflitos em escala mundial teriam provado que as competições acirradas não levariam à prosperidade. Nos termos de Guttman e Plihon: "only closer political and economic integration among long-hostile neighbors could assure the peace and prosperity" (Guttmann e Plinhon, 2013, p.2).

A Comunidade Europeia do Carvão e do Aço é criada em 1951, idealizada pelos então governantes de dois antigos inimigos (França e Alemanha), o presidente francês Charles De Gaulle e o primeiro Chanceler da República Federal Alemã, Konrad Adenauer. Nesta primeira etapa do processo de integração regional o ponto em questão era colocar as indústrias pesadas do carvão e do aço sob uma autoridade comum.

Em 1957 é assinado o Tratado de Roma. O tratado deu origem à Comunidade Econômica Europeia (CEE), incorporando seis países membros (Alemanha, França, Itália, Holanda, Bélgica, Luxemburgo) em uma União Aduaneira, de modo a, gradativamente, estipular uma política de comércio comum combinada à remoção sistemática de barreiras internas e ao estabelecimento coletivo de barreiras vis-à-vis o resto do mundo (Tarifa Externa Comum) até o estágio de Mercado Comum. O Mercado Comum Europeu é criado, então, em 1987, a partir do Ato Único Europeu (*Single European Act*). Os vetos nacionais são abolidos em inúmeras áreas relacionadas ao mercado único, os poderes legislativos do Parlamento Europeu são ampliados e os Estados membros assumem o primeiro compromisso para a criação da União Europeia (UE).

O processo de integração regional europeu, no entanto, esteve permeado por crises financeiras desempenhando um importante papel redefinindo, a cada ocorrência, o processo de integração. Como classificam Guttman e Plihon (2013), a integração teria seguido uma trajetória do tipo stop-go ("*stop-go pattern*"), talvez de caráter inevitável, dadas as contradições sistêmicas. Como destacam os autores, o primeiro percalço estaria relacionado ao colapso do Sistema Monetário Internacional

de Bretton Woods em 1971. A desvalorização do dólar se refletiria em longas mudanças no grau de competitividade, as quais seriam mais significativas no Marco alemão relativamente ao Franco francês ou à Lira italiana. Deste modo, os produtos alemães ficariam fora do mercado exportador. No caso de ajustes divergentes nas taxas de câmbio dentro do continente europeu, tanto a política agrária comum quanto os fundos destinados às regiões mais pobres seriam interrompidos.

Em meio a esta delicada situação dos ajustes cambiais, foi assinado um acordo que reconfiguraria as taxas de câmbio na Comunidade Europeia, no Japão e nos Estados Unidos a níveis mais realistas. O *Smithsonian Act* estabelecia uma banda de flutuação de +/-2,25% o que significava uma possível flutuação de 9% dentro do bloco europeu (acordada posteriormente em 4,5%).

Em 1973 o dólar americano passa a flutuar livremente, tendo os EUA abandonado o *Smithsonian Act*. Enquanto a Alemanha e alguns vizinhos menores mantinham taxas de câmbio fixas entre eles, países do oeste europeu (França, Itália e Grã Bretanha) mantinham taxas de câmbio flexíveis na esperança de que a depreciação de suas moedas os levaria a recuperar a competitividade industrial. As moedas destes três países acabaram por se depreciar muito, ocasionando pressões inflacionárias, as quais demandariam taxas mais elevadas de juros, o que, por sua vez, desacelerou o crescimento. Os anos seguintes foram dominados pelo risco cambial tanto a nível global, quanto no contexto europeu.

Em Março de 1979 é criado o Sistema Monetário Europeu (SME - *European Monetary System*). A criação do SME foi uma tentativa de trazer uma maior estabilidade macroeconômica e de evitar episódios como o das depreciações que teriam culminado, como descrito anteriormente, em pressões inflacionárias, alta dos juros e desaceleração do crescimento. O SME estabelecia uma rede de taxas de câmbio fixas, com bandas de flutuação apertadas, colocando uma unidade de referência monetária no centro dessa rede, a Unidade Monetária Europeia (*European Currency Unit* - ECU). Só em 1987, quando os países membros conseguem manter suas moedas estáveis por meio do mecanismo de flutuação de bandas, os critérios de convergência macroeconômica, principalmente nominais, começam a se materializar.

Em 1989 o Conselho Europeu decidiu pela adoção da moeda única em 3 estágios: I. Remoção de todos os obstáculos ao movimento de capitais entre os países membros, II. Estabelecimento do Instituto Monetário Europeu (*European Monetary Institute* – EMI) e III. transferência da responsabilidade pela política monetária para o Banco Central Europeu (BCE).

Em 7 de Fevereiro de 1992 é assinado o Tratado de Maastricht, que veio complementar os anteriores Tratado de Roma e o Ato Único Europeu. A União Europeia é criada fundada em três pilares: as Comunidades Europeias, a Política Externa e de Segurança Comum (*Common Foreign and Security Policy* - CFSP) e a cooperação judicial e policial em matéria criminal (*Police and Judicial Cooperation in Criminal Matters* - JHA). O conceito de cidadania europeia é lançado, reforçando os poderes do Parlamento Europeu. Foram introduzidos, ainda, os termos e condições para a introdução da moeda única representando um novo estágio da integração europeia, formando a União Monetária Europeia (UME) (Comissão Europeia – A História da UE).

Como delimita Otmar Issing (2008) sobre o Tratado de Maastricht, apenas os países que tivessem feito uma preparação suficiente poderiam avançar ao estágio III, sendo estes países avaliados com base nos critérios de convergência: 1. Baixa taxa de inflação; 2. Solidez das finanças públicas; 3. Ao menos 2 anos de filiação com uma taxa de câmbio fixa ao sistema (SME) sem tensões; 4. Convergência da taxa nominal de juros no longo prazo relativamente ao nível de três moedas com as menores taxas de inflação.

O projeto da moeda única sob a plataforma do Sistema Monetário Europeu sofre grande pressão especulativa ainda em 1992. Entre 1990/1991, durante seu processo de unificação, a Alemanha teria gerando um grande déficit orçamentário, pressões inflacionárias, além da alta dos juros. Os critérios de convergência e a disciplina dos países membros em segui-los gerava dúvida, especialmente considerando seus custos sociais e econômicos.

A crise do verão de 1992 provocou fortes desvalorizações do Pound irlandês, da Lira italiana, da Peseta espanhola e do Escudo português. Ademais, o Pound britânico teria sido expulso do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio (*European Exchange Rate Mechanism* - ERM).

Os ataques especulativos contínuos levaram os governos a abandonar o ERM e levaram-nos a deixar suas moedas flutuarem com bandas de +/-15% em relação à meta. A crise monetária teria, no entanto, sido não apenas inevitável mas um ajuste necessário.

The currency crisis of 1992/1993 was not only inevitable, but a necessary adjustment which in the end strengthened the single-currency Project. It set in motion a transition period during which exchange rates within the ERM were allowed to find more realistic levels in accordance with market sentiments. And this re-setting of currency prices made the subsequent phases and steps of the single-currency project easier to implement.”(Guttman e Plihon, 2013, p.9)

Após a crise 1992/93 a União Europeia se move em direção à adoção da moeda única a partir dos Critérios de Maastricht e do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), adicionado em 1997. O PEC contava com 3 cláusulas de destaque: 1. Limite de 3% do PIB para o déficit¹ governamental; 2. Limite de 60% do PIB para o endividamento²; 3. Ausência de mecanismos de resgate/salvamento (*no Bail-out clause*). Os objetivos do PEC foram estabelecidos no Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho de 7 Julho de 1997 apontavam para a solidez das finanças públicas como um meio de atingir estabilidade de preços:

“the Stability and Growth Pact is based on the objective of sound government finances as a means of strengthening the conditions for price stability and for strong sustainable growth conducive to employment creation.”(Consolidated version of Council Regulation (EC) No. 1466/97 of 7 July 1997)

Mulhearn e Vane (2008), esclarecem que o embasamento do pacto no âmbito da política fiscal consistiria em 2 braços. O braço preventivo, responsável por manter uma posição orçamentária perto do equilíbrio ou superavitária no médio prazo, de modo a atingir um resultado fiscal sustentável que desse flexibilidade suficiente para a estabilização fiscal automática (anti-cíclica). Já o braço corretivo procuraria assegurar que os países não ultrapassassem os limites de déficit e de nível de endividamento estabelecidos pelo Tratado de Maastricht tomando as medidas corretivas necessárias. Um déficit superior a 3% do PIB acionaria o procedimento dos

¹ O valor de 3% para limitar o déficit orçamentário segundo o PEC considera a hipótese de uma taxa de crescimento nominal anual do PIB de 5%. Subindo à esta mesma taxa (de 3%) o nível de endividamento se manteria sustentável.

² a definição de dívida pública aqui utilizada está de acordo com o conceito de Maastricht, i.e., a dívida está definida em termos brutos. (Esclarecimentos do website do Banco de Portugal).
consolidada entre subsectores das administrações públicas, valorizada a valor facial e exclui créditos comerciais.

déficits excessivos (PDE ou *excessive deficit procedure* – EDP), no caso desse déficit não ser considerado nem de caráter temporário nem excepcional.

“The preventive arm (...) to keep ‘the medium term objective of budgetary positions of close to balance or in surplus. (...) to achieve fiscal outcomes that are sustainable (...) to give enough flexibility for automatic (anti-cyclical) fiscal stabilization (...)” (Mulhearn e Vane, 2008, p.101)

“The corrective arm (...) seeks to ensure that countries that break the limit on deficits and debt laid down by the Maastricht Treaty take the necessary corrective action. A deficit greater than 3 percent of GDP triggers the excessive deficit procedure (EDP) as long as the excess is not considered to be ‘exceptional’ or ‘temporary’.” (Mulhearn e Vane, 2008, p.102)

Formava-se, assim, a União Monetária Europeia, com o Euro (moeda única da UME) sendo introduzido virtualmente em 1999 e como moeda, de fato, em 2002. Faziam parte da zona do euro em 2002: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Finlândia, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Portugal, Mônaco, São Marinho e a Cidade do Vaticano. Em 2007 a Eslovênia adere ao Euro, em 2008 Chipre e Malta, em 2009 a Eslováquia, em 2011 a Estônia, em 2014 a Letônia e em 2015 a Lituânia. Fazem parte da União Europeia sem aderir à moeda única: Bulgária, Croácia, Dinamarca, Hungria, Lituânia, Polônia, Reino Unido, República Checa, Romênia e Suécia. Todos os países que cumprissem os critérios de convergência de Maastricht teriam de aderir à União Monetária Europeia com exceção da Dinamarca e do Reino Unido.

Os países signatários abdicavam de suas moedas nacionais para a adoção de uma moeda única. As decisões relacionadas à política monetária ficavam atreladas a uma instituição independente supranacional. O Banco Central Europeu (BCE) ficaria comprometido com a estabilidade de preços e responsável pelo controle da meta de inflação, que passa a ser comum para toda a União Monetária.

1.2.A crise na zona do Euro e suas raízes estruturais

A crise na zona do Euro se apresenta, inicialmente, como um desdobramento da crise financeira nos EUA. Resultado da inadimplência das hipotecas americanas de alto risco (*subprime*) e da desvalorização dos imóveis e dos ativos lastreados em hipotecas, a partir de junho de 2007. A crise teve seu caráter sistêmico materializado

com a falência do banco americano Lehman Brothers, em setembro de 2008 (Guttmann e Plihon, 2013).

Em razão da exposição dos bancos europeus aos ativos tóxicos, a turbulência se disseminou rapidamente pela Europa. Mesmo que com um número de falências limitados, os bancos europeus teriam mostrado significativa fragilidade. A partir de então, foi desencadeada uma crise de confiança atingindo o mercado interbancário provocando a venda massiva de ativos. A depreciação dos ativos teria aprofundado a crise de crédito forçando o corte de gastos do setor privado.

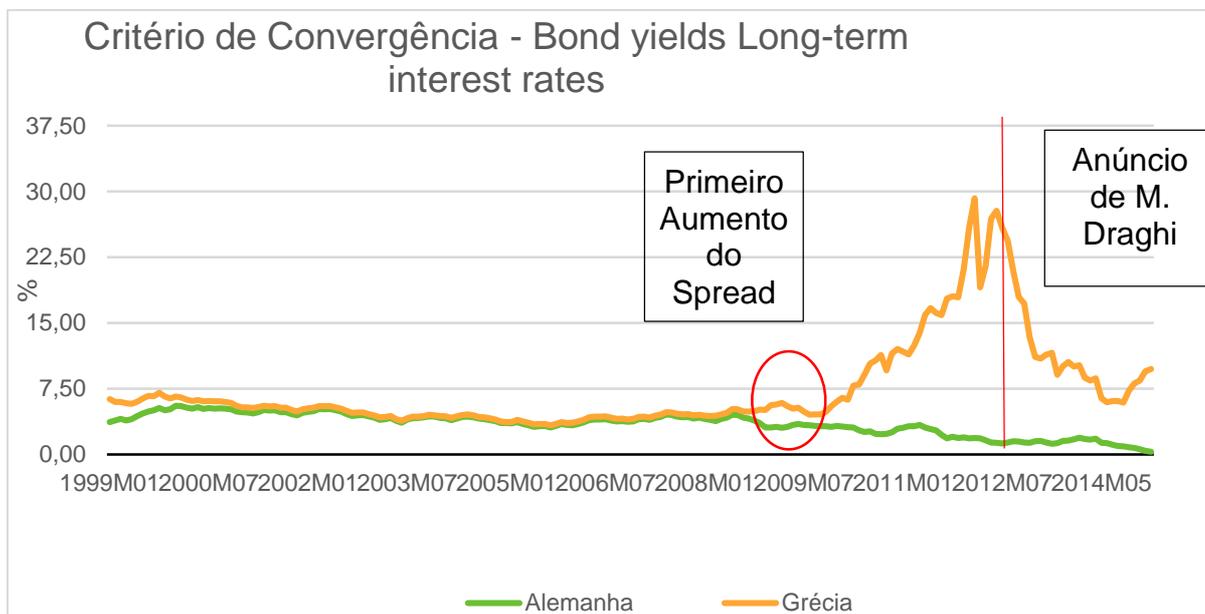
“(...)even if the number of spectacular bankruptcies in Europe was limited, the EU banking sector proved to be as fragile. (...) Bank failures would trigger a crisis of confidence, which paralyzed interbank markets and forced massive asset sales into declining markets. The asset depreciation in turn deepened the ensuing credit crunch to the point of forcing drastic spending declines in the private sector.” (Guttmann e Plihon, 2013, p.22)

Governos e Bancos Centrais dos países europeus foram levados a resgatar o setor bancário injetando grandes volumes de capital público nas instituições financeiras, ainda que de forma muito menos significativa do que no caso americano. A significativa alavancagem do setor financeiro se transformava em alavancagem do setor público.

Ainda, com a deflagração da crise mundialmente, os fluxos de capitais que financiavam os déficits em transações correntes dos países considerados periféricos na zona do euro se revertem. Os títulos públicos desses países passam então a sofrer uma maior pressão e começam a enfrentar um significativo aumento do Spread em relação aos títulos considerados mais seguros da eurozona, os alemães.

Em 2009 o déficit orçamentário grego chega à marca dos 15% do PIB e o nível de endividamento a 140% do PIB. Os mercados financeiros passam, então, a demandar um maior prêmio pelo risco. Assim se deu o primeiro aumento significativo no *spread* entre o rendimento dos títulos de 10 anos gregos em relação aos alemães (vide gráfico 1). Posteriormente, em fevereiro de 2010, o governo grego recém eleito admite artifícios contábeis na divulgação de números relativos a déficits orçamentários anteriores. O que dá ainda mais legitimidade e espaço para a agenda neoliberal e as políticas de austeridade.

GRÁFICO 1 - Critério de convergência de Maastricht - *Bond Yields long term interest rates* (Alemanha x Grécia)



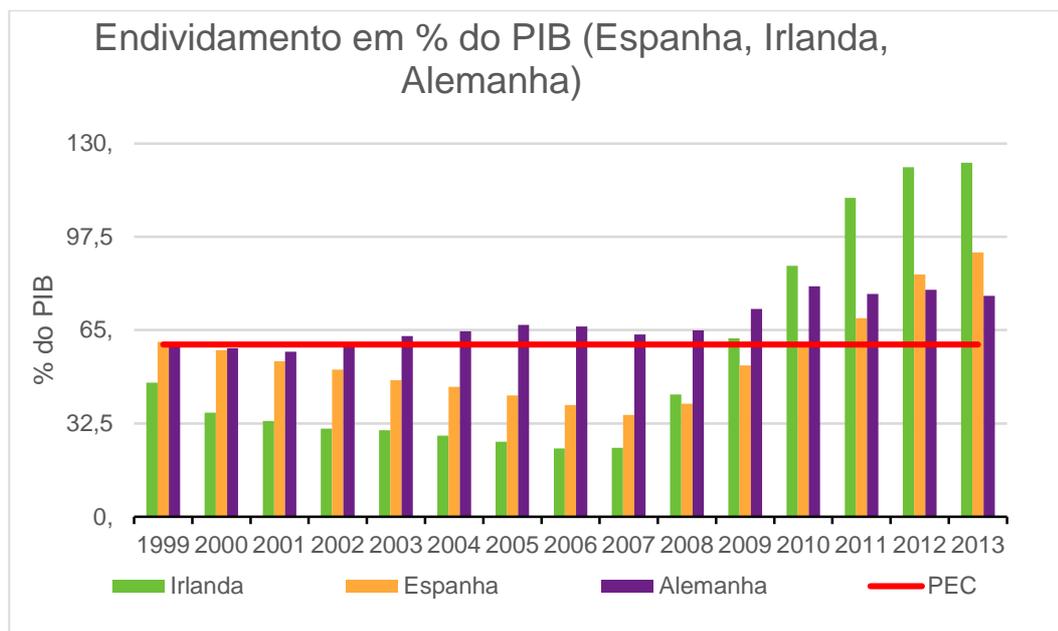
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

O diagnóstico passou, cada vez mais, a ser relacionado única e puramente aos excessivos déficits orçamentários e aos níveis de endividamento governamentais. No entanto, com exceção do caso grego (a Grécia já apresentava um nível de endividamento excessivo no período anterior à crise), tanto a Irlanda quanto a Espanha tiveram níveis baixos de endividamento em relação ao PIB mesmo quando comparados aos níveis alemães (vide gráfico 2). Portugal e Chipre também só apresentaram um desvio significativo durante o curso da crise (vide gráfico 3).

Arestis e Sawyer (2011) também criticam o argumento de que as turbulências ocorridas entre 2007/2009 e o posterior movimento recessivo na zona do Euro teriam ocorrido em decorrência do “mau-comportamento” de alguns Estados membros. Segundo os autores, a verdadeira causa dos problemas da União Monetária Europeia seria de caráter estrutural, ligado ao próprio projeto de integração econômica.

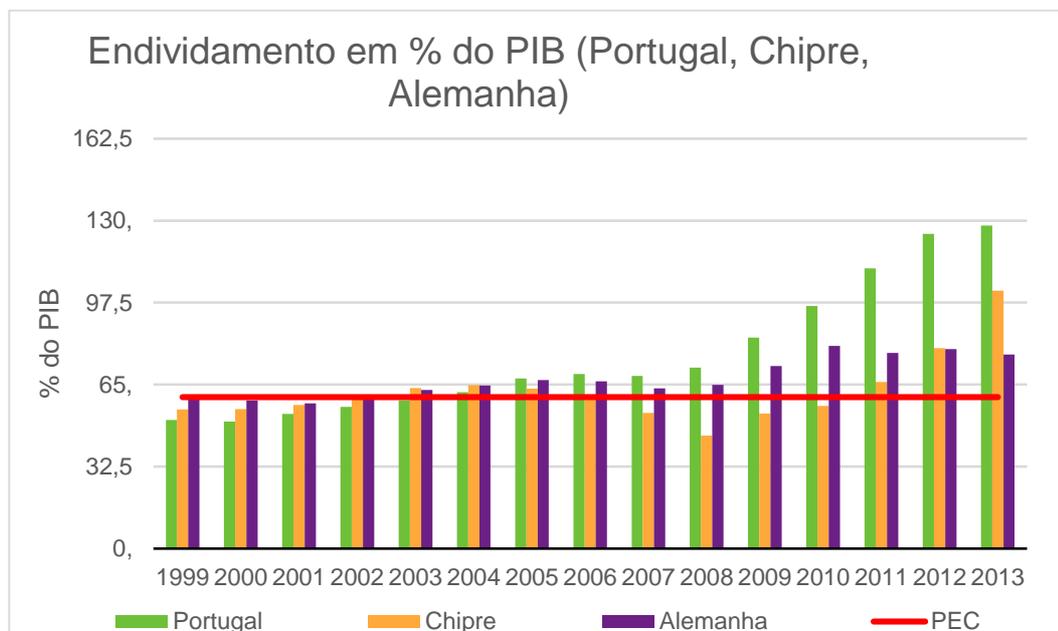
(...) it is argued that the economic problems, which confront the EMU, have not arisen, in the main, through “bad” behaviour (e. g. profligate governments) of some member states but rather from ‘design faults’ in the construction of the euro project” (Arestis e Sawyer, 2011, p. 1)

GRÁFICO 2 - Nível de endividamento público em % do PIB (Espanha, Irlanda, Alemanha)



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 3 - Nível de endividamento em % do PIB (Portugal, Chipre, Alemanha)



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

Segundo Dullien (2010), no período anterior à crise foi observado (especialmente nos casos da Espanha e da Irlanda), na realidade, um nível significativo de endividamento do setor privado. Assim, os mecanismos europeus de monitoramento (ligados aos limites estabelecidos pelo PEC) não foram capazes de antecipar os aumentos significativos nos níveis de endividamento, visto que a atenção é principalmente direcionada à própria tendência do endividamento e aos fluxos de déficit em detrimento da composição dessas estatísticas e da origem dessas tendências.

“Before trying to find an institutional solution to the problem of unsustainable debt trends in the emu (or the eu), one must distinguish between different types of dangerous debt accumulation. First, there is the danger that the financial sector in one country, expanding excessively into international business, will accumulate large gross debts in the process.”(Dullien, 2010, p.38)

Com o foco dirigido puramente aos estoques de dívida e aos fluxos de déficit, o Pacto de Estabilidade não leva em consideração os aspectos e tendências relacionadas ao equilíbrio externo, à competitividade, ao endividamento privado e ao setor financeiro. Estes fatores seriam, na realidade, a essência dos problemas orçamentários. Apresentariam, ainda, tendências mais específicas, dada a heterogeneidade dos países membros e refletiriam eles mesmos as particularidades de cada nação. No que tange a este aspecto Guttman e Plihon destacam a fragilidade presente na agenda do PEC.

“The SGP ceilings on annual budgets and public debt ignore cyclical factors and fail to take account of the specific situations of EMU members with respect to their external balance, competitiveness, or private debt. These rules do not allow corrective action against countries which carry out too restrictive policies or which accumulate excessive imbalances in terms of external surpluses and deficits, or financial and real estate bubbles.” (Guttmann e Plihon, 2010, p.20)

Dullien (2010) também critica a funcionalidade do pacto apontando para seu enfoque estritamente numérico, ao invés de levar em consideração o desenvolvimento do endividamento no médio prazo. Ademais, a margem de possíveis exceções em casos de recessão ainda seria muito pequena, dificultando ajustes e invalidando o chamado braço preventivo do pacto (responsável por dar flexibilidade suficiente para os chamados estabilizadores fiscais automáticos – anticíclicos).

“The focus of the Pact seems to be too much on the numerical value of three percent and less on the development of debt over the medium term. In

addition, the definitions of possible exceptions to this rule in case of an economic downturn still seem to be too strict.”(Dullien, 2010, p.42)

Em outras palavras, é posta à prova a classificação feita por Mulhearn e Vane, a qual esclarece que o embasamento do pacto no âmbito da política fiscal consistiria em 2 braços, o braço preventivo e o braço corretivo. Tanto a estabilização, quanto as correções das ultrapassagens dos limites PEC com as respectivas exceções teriam falhado na ocasião da deflagração da crise.

Hein, Truger e Van Treck (2012) também priorizam em sua análise a falta de uma investigação mais profunda que apontasse as verdadeiras causas dos desequilíbrios.

“(…)instead of the financial balance of the government the financial balances of all three sectors should be taken into account and that this will automatically lead to focus on the imbalances in the current account of Euro area member states as the major object of concern. In the analysis we have shown that international competitiveness and differences in domestic demand growth are the main factors driving the development of the balance of goods and services and correspondingly the current account.” (Hein, Truger e Van Treck, 2012, p.16)

Como apontam, ainda, Arestis e Sawyer (2011), a causa última destes desequilíbrios estaria relacionada aos próprios critérios de convergência além do próprio pacto de estabilidade. Os critérios estariam focados estritamente nas variáveis nominais em detrimento das variáveis reais, mascarando as persistentes heterogeneidades existentes intra bloco.

“Elements of these faults were present from the beginning in the nature of the convergence criteria which focused on nominal rather than real variables, but crucially paid no attention to the appropriateness of the exchange rates at which countries entered the EMU, to the prevailing current account deficits and surpluses, nor to the differences in inflation mechanisms between countries.” (Arestis e Sawyer, 2011, p. 1)

De fato, treze anos após a adoção da moeda única, o que pode ser observado é um alargamento das assimetrias entre os países membros, e não a convergência prometida pelos critérios estipulados em Maastricht e pela adição do Pacto de Estabilidade. Deixando lacunas no âmbito da convergência formou-se na eurozona uma divisão entre centro e periferia. Sem atacar verdadeiramente as diferenças entre os países do bloco com seu aparato quase-legal, ainda que o PEC não tenha tido meios eficientes de coibir a ultrapassagem dos limites, aliado ao arcabouço teórico em que está inserido e que também inspira as demais instituições europeias (a

destacar o Banco Central Europeu), ele impediu a adoção de políticas “corretivas” por parte dos diferentes Estados. Ações no sentido de sanar, compensar e bloquear os desequilíbrios entre os mais e menos dinâmicos na zona do euro ficaram impossibilitadas.

O arcabouço teórico sob o qual foram construídas as instituições europeias em muito se aproximou, principalmente nos estágios iniciais, da escola econômica Neoclássica e do Monetarismo (em especial no caso do Banco Central Europeu). O contexto em que se insere a assinatura do Tratado de Maastricht (que moldou a UME) era tomado pela pujança da agenda neoliberal em escala global, com o fim da guerra fria, a queda do Muro de Berlim, o Consenso de Washington, bem como o mandato de governos conservadores pelo mundo. Além do fator conjuntural da assinatura em Maastricht, adiciona-se ao embasamento teórico da UME, em particular do BCE, o fator Alemanha.

Como esclarecem Flassbeck e Lapavitsas (2013), o Banco Central Europeu (BCE) foi, em grande medida, baseado no modelo alemão do *Deutsche Bundesbank*. O BCE, inicialmente, aproximava-se do monetarismo de Friedman embasado na Teoria Quantitativa da Moeda, com o controle da emissão monetária como forma suficiente do controle inflacionário. Gradualmente desviou-se da doutrina herdada do *Deutsche Bundesbank*, passando a perseguir a meta de inflação pelo estabelecimento da taxa de juros de curto prazo. Tanto o BCE quanto as demais institucionalidades europeias teriam permanecido até a crise de 2008 guiadas pela lógica neoliberal, o que em grande medida teria dificultado a sua superação.

"(...) the ECB gradually deviated from the doctrine inherited from the Bundesbank and turned towards a monetary model in which the central bank acts by setting the short-term interest rate in light of macroeconomic developments. (...) In principle, such an approach is more open to evidence beyond the traditional money supply channel. In practice, however, it was blocked by other doctrines that proved to be too strong to be overcome quickly. Both, the ECB and the European Commission were dominated by neoliberal and neoclassical thinking up to 2008. It is mainly for this reason that the ECB as well as other institutions founded to govern and to protect EMU, failed when the global financial crisis gave international investors a wake-up call concerning the ability of EMU members on the periphery to pay back the debt that they had accumulated over the first ten years of EMU."(Flassbeck e Lapavitsas, 2013, p.7)

Ainda sobre o BCE, Arestis e Sawyer (2011) fazem um balanço da instituição entre 1999 (quando teve início a UME) e 2007. Segundo os autores, até mesmo quanto à perseguição da meta de 2% de inflação no âmbito da estabilidade de preços o BCE teria falhado. A credibilidade do BCE, todavia, não teria sido afetada mesmo em face do afastamento da meta.

Quanto à política monetária sujeita ao problema do “*one size fits all*”, Arestis e Sawyer argumentam que, quanto maior a proximidade de correlação das condições dos países membros (em termos, por exemplo, do produto e da inflação), menos estes países sofreriam do problema. No caso da UME, entretanto, a heterogeneidade seria predominante. E, diante de divergências quanto à trajetória da taxa de inflação, por exemplo, os efeitos perversos apareceriam. A política de taxa nominal comum do BCE se traduziria em uma menor taxa real em países com uma inflação mais alta. Assim, diferenciais das taxas de inflação seriam exacerbadas por uma política monetária comum, alimentando a demanda nos países com inflação mais alta. A divergência quanto ao critério de estabilidade de preços³ medida pela inflação dos países membros é ilustrada no gráfico 4.

“The severity of the ‘one size fits all’ problem is much reduced if the conditions in the member regions are closely correlated (e.g. over the movements of output, inflation) and if the responses of economic variables of relevance to the policy instruments (interest rate) are similar between member regions.” (Arestis e Sawyer, 2011, p.27)

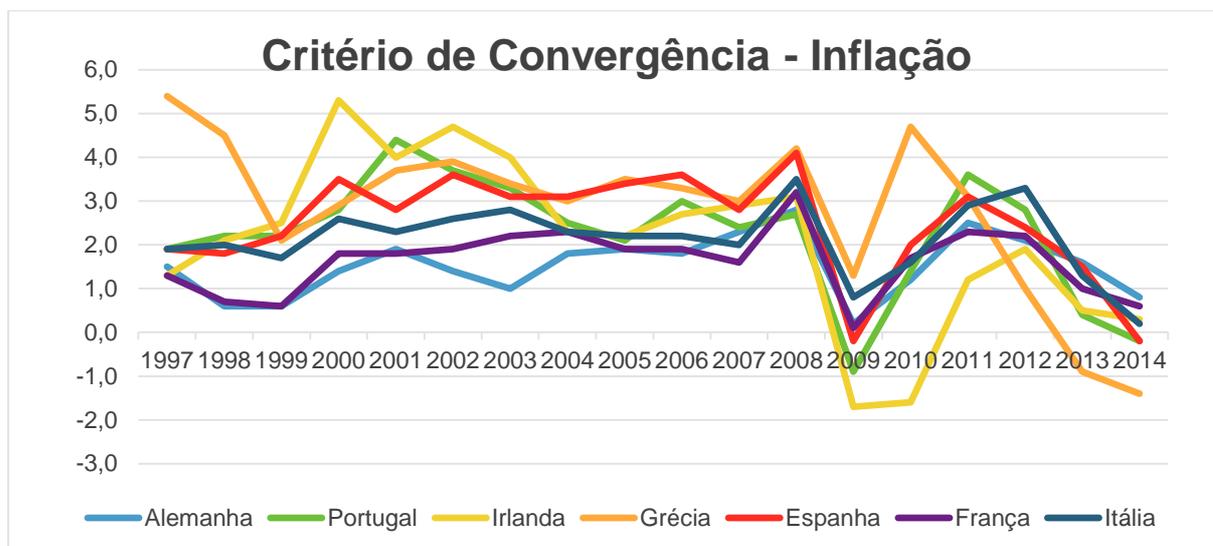
“When there are differences in countries’ inflation rates, a ‘perversity’ arises, namely that a common nominal policy rate set by the ECB translates into a lower real interest rate in a country with a higher rate of inflation, yet the theory of inflation targeting is that higher inflation should be addressed by a higher nominal and a higher real rate of interest. Thus on this theory, differences in inflation rates are exacerbated by the common monetary policy, in effect stoking up demand in a country with higher inflation.” (Arestis e Sawyer, 2011, p.27)

³ O artigo 1.º do Protocolo n.º 13 relativo aos critérios de convergência a que se refere o n.º 1 do artigo 140.º do Tratado estabelece que:

“Por critério de estabilidade de preços, a que se refere o n.º 1, primeiro travessão, do artigo 140.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, entende-se que cada Estado-Membro deve registar uma estabilidade de preços sustentável e, no ano que antecede a análise, uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1,5% a verificada, no máximo, nos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade de preços. A inflação será calculada com base no índice de preços no consumidor (IPC) numa base comparável, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.”

Informações do Banco Central Europeu

GRÁFICO 4 - Critério de convergência - Inflação



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

Ademais, a taxa de juros não teria apenas conexões com a demanda, mas também com o preço dos ativos e com as taxas de câmbio. Assim, o “one size fits all” alimentaria aspectos da crise financeira. A economia espanhola, por exemplo, teria crescido com um *boom* na construção civil que tornou-se insustentável. Este *boom* na construção civil teria tido, sem dúvida, uma série de causas, mas as baixas taxas de juros reais seriam muito favoráveis a tal padrão de crescimento. As autoridades espanholas, por sua vez, teriam ficado impossibilitadas de agir contra ou a favor do *boom* por conta da política monetária unificada.

“Although inflation targeting is focused on the interest rate/inflation dimension via demand linkages, it has become widely acknowledged (particularly since the financial crisis) that interest rate can have effects on asset prices and on exchange rates. The ‘one size fits all’ issue feeds into aspects of the financial crisis. An example: Spain’s economy boomed as a construction boom developed, which in retrospect was unsustainable. This construction boom no doubt had a range of causes but low real interest rates would be supportive of such a boom. If the Spanish authorities had wished to dampen down the boom or to have coped with the bust through the use of interest rates and monetary policy more generally it was powerless to do so.” (Arestis e Sawyer, 2011, p.28)

Além da perda de algumas funções e instrumentos de política econômica por causa do problema do “one size fits all”, o Banco Central Europeu também teria abdicado de sua função de emprestador de última instância (*Lender of Last Resort - LOLR*) na ocasião da assinatura do Tratado de Maastricht. O BCE é, portanto, impossibilitado de prover o sistema como um todo de liquidez e de oferecer maior

estabilidade monetária e financeira, necessárias principalmente em momentos de crise. Assim, os resgates bancários ficam por conta dos recursos fiscais.

Como explicam Arestis e Sawyer, por um lado, não haveria política fiscal e nenhum déficit orçamentário possível a nível de UME, por outro, os governos nacionais teriam tanto déficits orçamentários, quanto dívidas pendentes, mas isso em uma moeda 'estrangeira', ou seja o euro. "Estrangeira" no sentido de que os governos nacionais e os bancos centrais nacionais dos países membros não seriam capazes de criar a moeda em que sua dívida está denominada.

“The arrangements within the EMU raise problems in this regard. On the one hand there is no fiscal policy and no budget deficit at the level of the EMU. On the other hand, national governments do run budget deficits and have outstanding debts, but have to do so in a ‘foreign’ currency, the euro: ‘foreign’ in the sense that the national government and the national central bank are not able to create the currency in which the debt is denominated.” (Arestis e Sawyer, 2011, p.28)

Na ausência do prestador de última instância, se estabelece em 2011 um círculo vicioso. Os bancos eram possuidores de grandes quantidades de títulos dos governos nacionais, com o aumento do *spread*, o preço dos títulos cai e a situação de solvência dos bancos piora. A especulação pressiona ainda mais os governos a resgatar os bancos. O *spread* aumenta ainda mais, o que, por sua vez, agrava os problemas no setor bancário.

De fato, como ressaltou Dullien em sua palestra no Instituto de Economia em 2013, quando Mario Draghi, atual e então presidente do BCE, faz o anúncio em 26 de Julho de 2012 de que fará o necessário para salvar o euro, o mercado entende que o BCE de certo modo cumpriria, caso necessário, a função de prestador de última instância. Apenas o anúncio já acalma os mercados, ainda que um tanto quanto tardio. (Mario Draghi, 26 de julho de 2012 „[...] the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”)

Dullien, Fritz e Mühlich (2013) questionam o papel do BCE como LOLR, apontando ainda para a ineficiência da vigilância fiscal e para a falta de supervisão e regulação do setor financeiro:

“Despite the existence of the ECB and the absence of public or private debt in currency denominations other than the euro, we argue that the lack of LOLR facilities for solvent yet illiquid sovereign member states is deeply intertwined with problems of inefficient fiscal surveillance, on the one hand, and the lack

of region-wide oversight and regulation of the financial sector on the other.”
(Dullien, Fritz e Mühlich, 2013, p.3)

Por um lado, os países membros perdem o mecanismo de taxa de juros e de câmbio como meio de ajuste/estabilização da economia, uma vez que abrem mão da autonomia de política monetária em favor do BCE pelo projeto da moeda única. Ficam, assim, sujeitos à política do tipo “*one size fits all*”, o que, em vista da heterogeneidade do bloco, é um contrassenso.

Por outro lado, a “peculiaridade” ideológica e institucional em que se insere a UME também levou à adoção de um sistema baseado em regras, prevenindo possíveis intervenções discricionárias e buscando a estabilidade de preços. A operacionalização desse sistema se deu pela adoção de políticas macroeconômicas restritivas atreladas ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, inibindo a possibilidade de estabilização por meio da política fiscal. Na realidade, as políticas fiscais nacionais também se enquadrariam nas políticas do tipo “*one size fits all*” uma vez que sujeitas aos critérios quantitativos para déficit e endividamento públicos.

Em linhas gerais, o projeto da moeda única pode ser incluído no que se classifica, atualmente, dentro do Novo Consenso Macroeconômico (NCM). O NCM inclui-se na escola Novo Keynesiana, a qual emergiu com a crise da economia Keynesiana na década de 1970.

De acordo com os modelos do Novo Consenso, a demanda agregada dependeria inversamente da taxa real de juros. Quanto à inflação, dependeria positivamente do produto e do emprego. Em termos de política econômica, de forma sintética, o Novo Consenso atribui as questões de barganha salarial, mercado de trabalho e benefícios sociais à NAIRU⁴. Já a política monetária fica encarregada do desemprego no curto prazo e da inflação no longo prazo, com o Banco Central controlando a taxa real de juros e as metas de inflação, os agregados monetários deixam de ter qualquer função. A política fiscal, por sua vez, teria a função de apenas dar suporte ao funcionamento

⁴ NAIRU: the Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment “is that rate of unemployment which generates consistency between the target real wage of workers and the feasible real wage determined by labour productivity and the size of a firm’s mark-up. Since the NAIRU is determined by the balance of power between workers and firms, the microfoundations of the NAIRU relate to theories of imperfect competition in the labour and product markets (see Carlin and Soskice, 1990; Layard et al., 1991).” (Snowdon e Vane 2005)

da política monetária em atingir a estabilidade de preços por meio de orçamentos equilibrados. (Snowdon e Vane, 2005)

Ainda, o arcabouço teórico do Novo Consenso incorpora o conceito de “Sustentabilidade da dívida pública” (Cuddington, 1996) e de “Regras Fiscais” (Kopits, 2001) que inspiram os limites de Maastricht estariam comprometidos com a consistência, previsibilidade e credibilidade. O que é ainda mais exacerbado pela inexistência de coordenação entre as políticas econômicas (primordial no embasamento do NCM), que impossibilita, por exemplo, uma compensação por parte da autoridade monetária de um efeito fiscal.

Em contraposição à lógica do modelo do Novo Consenso, que inspira, em grande medida, a operacionalidade na zona do Euro, está a escola pós-Keynesiana. No que diz respeito à política monetária, os pós-keynesianos sugerem metas de inflação mais elevadas como meio de levar em consideração os diferenciais de crescimento de longo prazo e de inflação entre os membros da união monetária. De acordo com essa abordagem, em vez de priorizar a estabilidade de preços, maior importância deveria ser dada ao crescimento e ao emprego, mais do que isso, deveriam ser os últimos o objetivo principal ainda que sem deixar a estabilidade de preços. Já a política fiscal seria responsável pela estabilização real dos ciclos no curto prazo por meio de déficits e superávits (do setor público). Assim, segundo esta abordagem, as restrições relacionadas ao PEC dificultariam o enfrentamento da crise bem como privilegiariam mais uma vez a estabilidade macroeconômica em detrimento do crescimento e do nível de emprego, além de serem submetidas ao “*one size fits all*”. (Hein, Truger e Van Treck, 2012).

Flassbeck e Lapavitsas, criticando o Novo Consenso, atacam o ponto referente à relação direta que o modelo propõem entre as metas fiscais e as metas de inflação. Segundo o autor, nem o déficit orçamentário corrente nem o tamanho do endividamento público impactariam a inflação. Como prova disso os autores destacam o quadro da economia japonesa, mesmo com um nível de endividamento maior do que 200% do PIB a armadilha deflacionária persistiria no país.

“Neither the current budget deficit nor the size of public debt has an impact on the inflationary performance of an economy. If any link can be thought of, it is – in line with an old prejudice – the way a highly indebted government may use inflation as a tool to reduce the real value of its debt. Japan in the last twenty years is a case in the point. With a public debt equivalent of more of

GDP, Japan has the highest level of public debt of all industrialized countries. Yet, the country has not been able to get out of its deflationary trap. (Flassbeck e Lapavitsas, 2013, p.11)

Os autores comentam também a estratégia alemã para combater os altos níveis de desemprego. Flassbeck e Lapavitsas explicam que desde o começo da união monetária em 1999 o governo alemão teria decidido colocar uma pressão política sobre os sindicatos na tentativa de restringir o aumentos nominais e reais dos salários, isso não seria nenhuma tentativa de convergir para as metas da UME, mas sim embasada na convicção neoclássica de que salários mais baixos resultariam em um modo de produção mais intensivo em trabalho. A partir dos novos acordos feitos com os sindicatos, o emprego seria priorizado em detrimento da participação equitativa dos trabalhadores de acordo ganhos de produtividade. Mais uma vez o embasamento neoclássico se fazia presente.

“(...) since the start of monetary union in 1999, Germany, the biggest country and the European stronghold of external stability for several decades, decided to try out a new way of combating its high level of unemployment. The government started putting political pressure on the labour unions in an attempt to restrict the growth of nominal and real wages. (...) Germany’s vigorous attempt to tackle its persistent high unemployment rate was not to target EMU but was grounded in the neoclassical conviction that lower wages would result in a more labour-intensive mode of production. (...) now the unions agreed instead to ‘reserve productivity growth for employment’.” (Flassbeck, 2013, p.11)

Flassbeck e Lapavitsas argumentam, então, que a nova abordagem alemã com relação ao mercado de trabalho teria contribuído para o aparecimento de uma grande divergência nos movimentos dos custos unitários do trabalho entre os países membros da recém criada união monetária. As pequenas divergências no início da UME teriam se acumulado e se tornado muito significativas com o tempo provocando *gaps* enormes de preço e, por conseguinte, de competitividade. Mesmo sob a égide de uma moeda única, a taxa de câmbio real alemã teria se desvalorizado significativamente. “(...) although national currencies no longer existed, Germany’s real Exchange rate had depreciated quite significantly.”(Flassbeck e Lapavitsas, 2013).

O cenário descrito por Flassbeck e Lapavitsas explicaria, por um aspecto, o verdadeiro foco da crise e a natureza assimétrica dos choques que afetaram a zona do euro. A Alemanha teria ganhado em vantagens absolutas no comércio internacional, enquanto que os outros países membros teriam, concomitantemente, experimentado desvantagens absolutas. Ou seja, este desdobramento explicaria, por

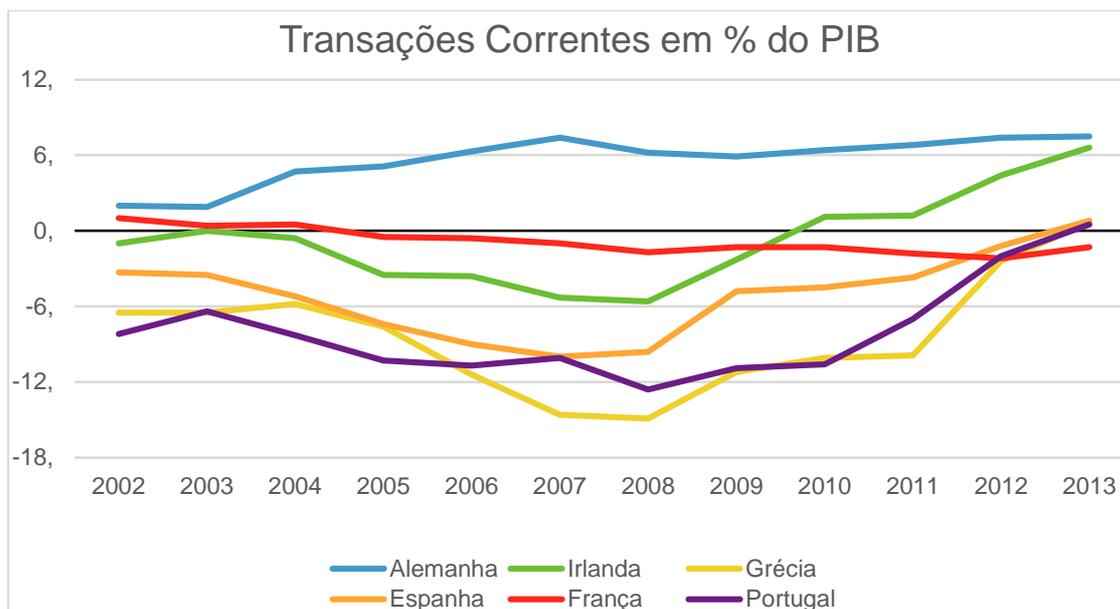
exemplo, em grande medida, o déficit em transações correntes de alguns membros em contraposição ao superávit alemão, o que foi, de fato, umas das causas da assimetria do choque atual, bem como uma das raízes para os desequilíbrios das contas públicas nos chamados países periféricos da eurozona.

Ainda, com os pacotes de austeridade fiscal e com a recessão esses déficits em transações correntes se reduziram, mas sem uma melhoria fundamental na competitividade a recuperação seria improvável, uma vez que um eventual reaquecimento da demanda doméstica traria de volta os déficits em transações correntes aos níveis anteriores.

“(…) deep recession and fiscal austerity in the déficit countries tends to reduce the visible déficits. However, without a fundamental improvement in their competitiveness a quick recovery is quite unlikely and as eventual revival of domestic demand would bring déficits in the current account quickly back to the fore.” (Flassbeck e Lapavitsas, 2013, p.13)

As assimetrias com relação ao balanço em transações correntes podem ser melhor visualizadas por meio do gráfico a seguir (gráfico 5). A Alemanha aparece como maior superavitário e os demais, a destacar, Irlanda, Grécia, Espanha, Portugal e, posteriormente, França, apresentam recorrentes déficits. Este movimento pode ser explicado pela perda de competitividade destes países em relação à Alemanha, como apontam Flassbeck e Lapavitsas. Após a adoção de medidas de austeridade, no entanto, esses déficits em transações correntes se reduzem. Sem resolver a questão na competitividade, todavia, os déficits podem reaparecer assim que a demanda doméstica voltar a apresentar um comportamento ascendente.

GRÁFICO 5 - Balança de Transações Corrente em % do PIB



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

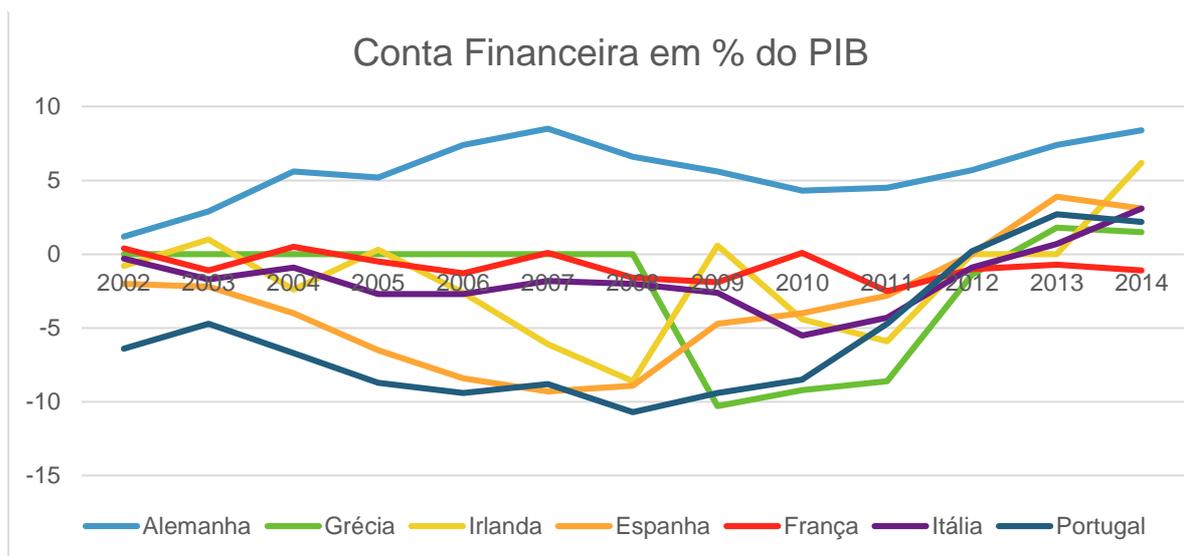
Arestis e Sawyer apontam, então, para a contrapartida desses déficits e superávits em conta corrente. Segundo os autores os resultados positivos e negativos implicariam, obviamente, em movimentos na conta financeira, ou seja, déficits e superávits na conta financeira (gráfico 6). Segundo os autores, boa parte dos empréstimos e emissões de dívida teria sido intra bloco, refletindo a facilidade de emprestar e tomar emprestado com uma moeda única, o euro. Ainda, a UME em si, estaria praticamente em equilíbrio, vista como um todo, em termos de conta corrente. Em outras palavras, o déficit de alguns países membros era compensado pelo superávit de outros. Passivos, tanto público quanto privado, de um país aparecem como ativos dos bancos nos outros países (superavitários, a destacar os países do norte europeu, notadamente França e Alemanha).

O movimento cumulativo dos empréstimos (principalmente do setor privado) representou um fator significativo no decorrer da crise e este padrão teria também contribuído para o desenvolvimento de bolhas nos preços dos ativos e *booms* insustentáveis no setor de construção em alguns países membros (a destacar a Espanha).

“The counterpart of current account deficits and surpluses is, of course, capital account surpluses and deficits. Much of the lending and borrowing involved was between the member countries of the EMU, reflecting the ease of borrowing and lending in a common currency, and that the EMU as a whole

was close to being in current account balance. The cumulative (and largely private) borrowing has been a significant factor in the financial crisis and its transmission. (...)The pattern of borrowing and lending may well have contributed to the development of asset price bubbles and unsustainable construction booms in some countries. It also meant that liabilities, both public and private, of the residents of country A appear as assets of banks and others in country B.” (Arestis e Sawyer, 2011, p.30)

GRÁFICO 6 - Balanço da Conta Financeira em % do PIB



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

Em suma, diante do embasamento teórico das políticas e instituições europeias o resultado que se verifica no contexto da UME e de seus países membros, além da não convergência, mas sim da polarização centro-periferia, é um cenário de crescimento lento e desemprego elevado e uma fragilidade com relação à superação e ao enfrentamento da crise, como expõem Guttman e Plihon:

“The weak policy reaction of the euro-zone countries to the crisis is not least linked to the EU’s peculiar ideological (political) and institutional characteristics of economic governance which, (...), resulted in a rule based system aimed at preventing discretionary interventions and pursuing price stability. The Stability Growth Pact and the strict inflation targeting by the ECB have led to restrictive macroeconomic policies and to two decades of slow growth coupled with high unemployment. The objective of more rapid growth was to have been attained through structural reforms alone, meaning the systemic deregulation of labor, product, and capital markets. But this heavy emphasis on structural reforms constrained European governments to engage in non-cooperative policies through fiscal and social competition.” (Guttman e Plihon, 2013, p.23)

1.3.O papel da Política Fiscal

Nesta seção será dado um enfoque à política fiscal. Primeiramente se faz necessária a exposição das particularidades do *policy mix* já adotado/recomendado pelas instituições europeias bem como do arcabouço teórico que o inspira. Posteriormente, será discutido o *policy mix* alternativo e, novamente, a teoria econômica na qual ele se embasa. Por fim, será discutido, mais especificamente, o papel da política fiscal no enfrentamento da crise e, na possível resolução de parte dos problemas estruturais da UME fazendo um paralelo com a proposta dos *Eurobonds*, abordada no capítulo 2.

Em teoria, a política fiscal estaria sujeita ao controle de cada um dos membros da UME. Ou seja, cada país teria a autonomia para dirigir sua própria agenda em termos de política fiscal. Na prática, todavia, como já discutido na seção anterior, ela estaria sujeita a um sistema político baseado em regras e limites para os déficits e níveis de endividamento governamentais estipulados pelas regras orçamentárias. Essas regras foram incorporadas ao tratado de Maastricht por meio do critério de convergência, o qual tinha como o maior objetivo manter a disciplina fiscal.

Mulhearn e Vane (2008) expõe as razões para que tenham sido colocados limites às políticas fiscais do tipo discricionárias. Segundo os autores, que parafraseiam os formuladores e defensores do pacto de estabilidade, os governos democraticamente eleitos estariam sujeitos ao que se chama na teoria de “*déficit bias*”, ou seja, tenderiam a gastar mais do que arrecadam e tenderiam a deixar como legado para as próximas gerações, altos déficits, bem como altos níveis de endividamento. Consequentemente, as taxas de juros se elevariam, o que forçaria a interrupção/reversão do investimento privado, prejudicando assim o crescimento econômico. Ainda, estes níveis de endividamento atingiriam, eventualmente, um nível não mais sustentável, o que levaria ao *default*.

Quanto à cláusula de não salvamento (“*no bail-out clause*”), Mulhearn e Vane relembram que ela seria válida tanto para as instituições europeias quanto para os estados membros. Em outras palavras, o Tratado de Maastricht proíbe o financiamento monetário de déficits orçamentários tanto por parte do BCE quanto dos Bancos Centrais dos países membros. A justificativa estaria ligada, por sua vez, ao

risco dos efeitos de transbordamento (“*spillover effects*”) das políticas fiscais nacionais para a política monetária, além dos movimentos de tomada de carona (“*free riding*”).

Como já apontado na seção anterior, as instituições, tratados e políticas econômicas adotadas e recomendadas na UME se inspiram no Novo Consenso. Hein e Truger (2005) descrevem o “*policy mix*” restritivo de Maastricht em 4 atribuições principais: 1. No longo prazo o setor privado seria estável e tanto a Lei de Say quanto a dicotomia neoclássica seriam válidas; 2. A inflação seria um fenômeno exclusivamente monetário, deste modo, a função do Banco Central seria apenas de manter a estabilidade de preços; 3. O desemprego flutuaria em torno do nível de equilíbrio, ou seja, da NAIRU (determinada por fatores relacionados ao lado da oferta), e só poderia ser reduzido por meio de uma maior flexibilização no mercado de trabalho; 4. A política fiscal não teria nenhum efeito sobre o crescimento e o nível de emprego no longo prazo e deveria ser subordinada ao objetivo de manter a estabilidade de preços.

Em resumo, como descrevem Hein e Stockhammer (2009), a política fiscal no Novo Consenso deve preferencialmente manter orçamentos equilibrados para dar suporte à política monetária a atingir a estabilidade de preços. A estabilização da economia deveria, então, ser tarefa do Banco Central e seu instrumento, a taxa de juros. A política fiscal expansionista, por sua vez, apenas deslocaria a curva IS para a direita e impulsionaria a demanda agregada. Isso poderia aumentar o produto e o emprego no curto prazo, mas se a economia já estivesse em seu equilíbrio ela seria levada para um nível de emprego e produto superior ao seu nível de equilíbrio, o que faria com que a inflação aumentasse. Logo, um aumento dos gastos do governo seria equivalente a um choque positivo na demanda. E uma vez que a política fiscal não surtiria efeito na taxa de desemprego de longo prazo, apenas impactaria a inflação. A política fiscal não seria, portanto, necessária para a estabilização da economia.

Hein e Truger (2005) argumentam, então, no sentido de propor uma política alternativa à estratégia do Novo Consenso, apontando para a necessidade de se rejeitar a combinação de políticas aplicadas até o presente no contexto da UME. Segundo os autores, que se embasam na abordagem pós-keynesiana, a política econômica precisaria ser mais expansiva, com a política macroeconômica direcionada ao emprego.

O “*policy mix*” alternativo é também apresentado em 4 atribuições chaves: 1. A Lei de Say e a dicotomia clássica não se aplicariam, uma vez que o setor privado se comportaria de forma instável, demandando, assim, uma política estabilizadora de demanda efetiva tanto no curto quanto no longo prazo, ou seja, uma coordenação entre as políticas monetária, fiscal e salarial; 2. A política monetária ligada à determinação da taxa básica de juros pelo banco central impactaria a demanda efetiva pelo canal do investimento privado e com efeitos com *lags* temporais sobre o mercado de capitais, ainda, no longo prazo a política monetária teria o efeito funcional sobre a distribuição de renda; 3. O nível de emprego seria um produto da demanda efetiva, sendo determinado essencialmente pelo investimento privado, que é, por sua vez, dependente da relação entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros; 4. a política fiscal seria capaz de estabilizar o ciclo econômico no curto prazo por déficits e superávits (do setor público) cíclicos eventuais. No longo prazo, a política fiscal poderia afetar a demanda efetiva positivamente e o crescimento potencial por meio de um mecanismo chamado de “*investment-oriented borrowing*”. Ainda, as políticas fiscais e sociais poderiam modificar a distribuição da renda disponível, o que poderia afetar, por sua vez, a demanda agregada.

Esta função da política fiscal ligada à estabilização real dos ciclos no curto prazo, por meio de déficits e superávits, pode ser relacionada à necessidade apontada por H. P. Minsky dos chamados estabilizadores automáticos. Estes estabilizadores funcionariam tanto em momentos de expansão, determinado um teto face a um rápido crescimento econômico, quanto em períodos de recessão, colocando um piso para a demanda agregada. A política fiscal teria, portanto, um caráter de ação anticíclico e estaria ligada à lógica de ação do “*Big Government*” . Em um período de recessão, três seriam os canais de impacto relacionados a ações do “*Big Government*”: i. Efeito multiplicador do gasto público⁵ ; ii. Efeito fluxo de caixa, ou seja, os déficits do governo se encarregariam de manter os fluxos de caixa, uma vez que evitariam um movimento de “*sudden stop*” nos períodos de crise; iii. Efeito portfólio, com o déficit governamental

⁵ “A relação, assim determinada, entre um incremento do investimento e o incremento correspondente à renda agregada, ambos medidos em unidades de salários, é dada pelo multiplicador de investimento.” (Keynes, p.238, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda)

O gasto do governo, tem a mesma função do investimento privado, impulsionando a demanda agregada na proporção do multiplicador, o que qual depende, por sua vez, da propensão marginal a consumir, a qual pode ser influenciada positivamente por políticas fiscais de caráter distributivo ou menos taxativas.

tendo uma contrapartida em emissão de títulos de dívida pública, títulos estes que seriam garantidos pelo "*Big Bank*", o qual assumiria a função de prestador de última instância.

Entretanto, no contexto da crise e posterior recessão na zona do euro, o papel anticíclico da política fiscal basicamente não pode ser utilizado, sendo inclusive condenado pelas recomendações de política econômica vigentes nas instituições europeias, bem como nos acordos e normas de Maastricht. Primeiramente, nos países membros da zona do euro as dívidas públicas e privadas são em "moeda estrangeira" que os países não emitem individualmente e que nem o BCE nem qualquer outra instituição europeia podem garantir de acordo com a cláusula de não salvamento. E segundo, o déficit e o gasto do governo são limitados por regras estritas ligadas, essencialmente, ao PEC embebidas naquilo que se chama na teoria econômica de "*sound finance*" e que inspira o arcabouço teórico das instituições e demais mecanismos de governança europeus.

Diametralmente oposto ao conceito de "*sound finance*" e mais próximo à visão estabilizadora minskiana (de certo modo até mesmo inspirando-a) está o conceito de "Finanças Funcionais" (Lerner, 1943). A ideia central do conceito apresentado por Lerner é a de que "a política fiscal do governo, seus gastos e tributação, a sua contração e reembolso de empréstimos, sua emissão de dinheiro novo e sua retirada de circulação, todos serão realizados com um olho só para os resultados destas ações sobre a economia e não a qualquer doutrina tradicional estabelecida do que é ou não sadio". (Lerner, 1943, em tradução livre). A ação do governo deveria estar centrada em manter a prosperidade e combater a insegurança econômica.

"The principle of judging fiscal measures by the way they work, or function in the economy we may call *Functional Finance*."(Lerner, 1943)

A primeira lei das "Finanças Funcionais" diz respeito à manutenção da taxa total de gastos no país nem maior nem menor do que a taxa a qual, aos preços atuais, compraria todos os bens passíveis de serem produzidos. Uma vez que, gastos maiores teriam efeitos inflacionários e gastos menores impulsionariam o desemprego. Para estimular o gasto, o governo poderia agir gastando mais ou diminuindo os impostos e para promover a contração dos gastos, o governo poderia agir gastando menos ou aumentando os impostos. Como consequência de gastar mais do que arrecada o governo passa a ser prestador e a emitir moeda. Já como consequência de

gastar menos do que arrecada o governo passa a embolsar nos cofres públicos ou a pagar a dívida pública.

A segunda lei da finança funcional diz que o governo deve pegar dinheiro emprestado apenas se for desejável que o público tenha menos dinheiro e mais títulos públicos. O governo deveria, por sua vez, emprestar dinheiro caso desejasse aumentar a quantidade de moeda ou reduzir a quantidade de títulos públicos nas mãos das pessoas.

Já a terceira lei atribui ao governo as funções de emitir ou destruir a moeda quando e quanto necessário para cumprir as duas leis anteriores. Ainda que de forma um pouco extrema, argumentando que o tamanho das dívidas nominais nacionais não deveriam ter limite algum (“the absolute size of the national debt does not matter at all”), Lerner contribui para a discussão do papel da política fiscal atribuindo a esta a função de estabilizar a economia, combatendo inseguranças, nos termos de Keynes incertezas (inerentes ao sistema), e garantindo a prosperidade.

De acordo com os “*approachs*” pós-keynesiano, minskiano e ligado às “Finanças Funcionais”, a política fiscal seria responsável por estabilizar a demanda agregada e mantê-la em um nível elevado. Já o Banco Central deveria cumprir o papel de prover a liquidez necessária para estabilizar a demanda. Durante a crise, o que aconteceu foi que, como já argumentado anteriormente, os Estados membros da zona do euro não tiveram a possibilidade de utilizar a política fiscal para promover a estabilidade. A política utilizada foi a de juros, a qual, sozinha, também se mostrou ineficiente, dada não só a heterogeneidade do bloco, como também a sua incapacidade de se transmitir para o setor bancário.

Segundo Hein e Stockhammer (2009), em casos em que há deflação ou desaceleração inflacionária, a política monetária poderá ser inapropriada como estabilizadora. O que, de fato, se materializou na zona do Euro, quando em muitos períodos a taxa de juros real se mostrou negativa e a recuperação ainda não se mostra significativa.

A política fiscal não pode, no entanto, ser usada como estímulo pelos países membros. O mercado interbancário também não pode utilizar a dívida soberana como

colateral e a política monetária, executada pelo instrumento da taxa de juros não pode ser corretamente transmitida (Lavoie 2011).

Outro importante ponto a ser considerado é o mecanismo de retroalimentação. O aperto fiscal diminui a base de arrecadação por meio da retração da atividade econômica, gerando mais dívida, o que também aumentou a desconfiança dos mercados, aumentando a taxa de juros/rendimento exigida, o que aumenta, por sua vez, o custo da dívida, gerando mais déficit e, portanto, maior endividamento.

Como tentativa de quebrar esse ciclo vicioso e de combater a incapacidade da zona do euro de fazer o uso da política fiscal, ainda, fazê-la de modo mais coordenado à política monetária surgiram as propostas de criação dos “*eurobonds*”. Ou seja, títulos da dívida pública emitidos em euros em conjunto pelos 17 países da zona do euro. As vantagens residiriam no fato de que os estados endividados poderiam emprestar novos fundos em melhores condições, bem como os títulos serviriam de colateral para os bancos comerciais, proporcionando um investimento líquido, seguro e estável ao setor bancário, o que contribuiria ainda para a garantia de que a taxa de juros estabelecida pelo BCE fosse transmitida aos negócios e consumidores e, finalmente, à demanda agregada. (European Commission, 2011)

1.4 Considerações finais acerca da crise e do processo de integração

Este capítulo 1 trouxe o histórico do processo de integração europeu, o qual levou à união monetária moldada, majoritariamente, pelo Novo Consenso como arcabouço institucional dominante. A integração inspirada por razões políticas e históricas que remetem à Segunda Guerra Mundial levaram, primeiro à aproximação entre França e Alemanha (Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, criada em 1951) e, posteriormente, à fundação da CEE (em 1957), incorporando seis países membros (Alemanha, França, Itália, Holanda, Bélgica, Luxemburgo).

A partir de então, o movimento de coordenação de políticas e de redução dos custos de transação prosseguiu culminando na facilitação do comércio intra-regional. Sob essa exigência os países membros abdicavam de parte de sua autonomia em prol dos objetivos de integração europeu. Esta trajetória esteve sujeita, no entanto, ao

movimento de stop-go (Guttman e Plihon, 2013), que pode ser relacionado a dois períodos marcantes: i. A “serpente” de 1970 (que foi um modo de enfrentar a crise de desagregação de Bretton-woods e culminou em várias correções devido à falta de institucionalidades adequadas); ii. A criação do SME em 1979 (que apesar de incorporar uma institucionalidade mais adequada, continuou permeada por conflitos).

A criação da institucionalidade europeia vai se complexificando durante os anos 1990 (apesar da crise do SME) e sofre grandes influências das políticas adotadas e defendidas pela Alemanha (de disciplina e austeridade). Em 1992 é assinado o tratado de Maastricht e são adotados os critérios de convergência macroeconômica para os candidatos a aderir à moeda única e é criado o BCE , em grande medida, baseado no modelo alemão do *Deutsche Bundesbank* (Flassbeck e Lapavitsas, 2013). Em 1997 é assinado o PEC diante das dificuldades de cumprimento dos critérios de Maastricht e em 1999 a moeda única tem, finalmente, seu processo de criação completado, com o euro introduzido de fato em 2002.

O resultado do processo de integração europeu foi uma política monetária comum e focada na estabilidade de preços exercida por meio da taxa de juros estipulada pelo BCE, o qual não obteve sucesso em transmitir sua política ao sistema bancário e, por definição, não assumiu o papel de prestador de última instância (apenas em forma de um compromisso tardio de Mario Draghi em Julho de 2012). A partir do ano de 2012 (quando atingiu seu ápice) o *spread* entre os títulos soberanos dos países membros começou a diminuir, o pânico maior quanto ao abandono do euro pelos países membros e o risco de *default* dos países foram atenuados pela garantia de ação, caso necessário, do BCE (apesar da cláusula de não-salvamento). O anúncio tardio, todavia, colaborou com o aumento dos custos de salvamento e com custos atrelados aos movimentos de “*flight for safety*” (abordados com mais detalhes no próximo capítulo), os quais poderiam ter sido evitados ou diminuídos caso o compromisso tivesse sido assumido anteriormente.

Já a política fiscal fica a cargo de cada um dos países membros, porém limitada pelo PEC. Dado esse arranjo, muitas foram as críticas tanto à eficácia do PEC na prevenção da crise, quanto a seu caráter enrijecedor da liberdade dos países membros em adotar políticas anti-cíclicas nos momentos de instabilidade e retração (principalmente depois de 2010, quando aumentam as preocupações em relação à

consolidação fiscal), bem como à capacidade desses países de oferecerem liquidez ao sistema ou garantirem as suas dívidas nacionais, as quais são em moeda que eles não emitem individualmente (no limite a garantia veio em 2012, com o anúncio de Draghi).

Na tentativa de melhorar a transmissão da política monetária, oferecer melhores condições de financiamento aos países endividados e, até mesmo, possibilitar a utilização da política fiscal de maneira anti-cíclica e estabilizadora, surge a proposta dos “*eurobonds*”. As diferentes proposições serão discutidas separadamente no próximo capítulo, bem como suas proximidades e particularidades, além de suas possíveis implicações e seu balanço, com uma reflexão de qual seria, dentre as propostas apresentadas, a que mais se adequaria ao enfrentamento da crise e ao combate dos problemas estruturais da zona do euro, que levam o bloco europeu à uma crise econômica de grandes magnitudes, além de atingir os países da eurozona de maneira assimétrica (justamente pelos desequilíbrios internos não eliminados no processo de integração e intensificados nos períodos de turbulência por conta do arcabouço teórico que dificulta a recuperação e o enfrentamento da crise).

Em síntese, a crise que se estende já por mais de 5 anos na UME não poderia ser justificada pelo mau-comportamento do setor-público em países membros específicos e está, sim, muito mais relacionada às diversas assimetrias econômicas existentes. O PEC, ao invés de alertar e coibir possíveis instabilidades, acabou por encobrir as verdadeiras discrepâncias na eurozona (no setor privado e no setor externo). A eurozona enfrenta, ainda, a falta de liberdade de atuação para a política fiscal funcionando como piso para a demanda agregada com o “*Big Government*” (Minsky, 1986) e um cenário com um mercado de títulos extremamente artificial (todos os países membros no período anterior à crise tinham seus riscos equiparados e, posteriormente, enfrentaram significativos aumentos nos *spreads*) e sem garantias, pelo menos até 2012. O que aparece como primordial seria uma maior possibilidade de atuação para a política fiscal e para a superação do PEC que permita enfrentar a crise de maneira mais eficiente e solucionar de vez as inseguranças quanto aos títulos soberanos (problema que o anúncio de Dragui chegou a tangenciar e reverter).

Os *Eurobonds* seriam uma forma de atacar a crise, mas não em todos os casos focam nas suas verdadeiras causas e favorecem a sua superação. Por isso, estão

listadas e comparadas, no próximo capítulo, 6 diferentes propostas de adoção dos *Eurobonds*, embasados em diferentes matrizes teóricas.

CAPÍTULO 2 - UM MAPEAMENTO DAS PROPOSTAS DOS EUROBONDS

Em face dos desequilíbrios na UME, do problema de salvamento dos bancos, dos *spreads* ainda consideráveis entre os títulos de dívida pública e da negligência à política fiscal, coloca-se a necessidade de repensar o PEC de Maastricht e de promover melhores condições de financiamento, bem como maior estabilidade financeira para o “Eurossistema”. Neste sentido os “*eurobonds*” seriam uma possível solução para os problemas correntes na zona do euro.

Neste capítulo 2, primeiro são discutidas as disparidade entre as curvas de rendimentos dos títulos nacionais dos países membros (seção 2.1). A partir da deflagração da crise de endividamento, os *spreads* aumentaram (apesar do movimento de inflexão pós 2012), mas o foco do problema não reside no mal comportamento dos governos dos Estados mais endividados, mas sim dos problemas estruturais existentes na UME (abordados no capítulo 1).

Já na seção 2.2 são abordadas as diferentes propostas de *eurobonds* de acordo com as descrições dos autores das propostas. A comparação entre elas é contemplada na seção 2.3, com um quadro resumo (inspirado no quadro de EIJJFINGE, 2011) , e o apontamento da proposta que mais se aproximaria dos problemas que realmente causam e dificultam a superação da crise.

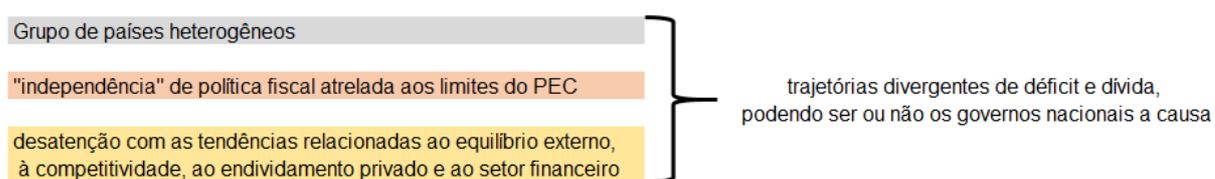
2.1 Curvas de rendimentos dos títulos nacionais

Antes de fazer uma apresentação de cada uma das propostas, bem como de suas distinções, proximidades, prós e contras, se faz necessário o estudo do objeto central à criação dos “*eurobonds*”. Ou seja, os próprios títulos nacionais dos países membros e a trajetória de suas curvas de rendimento, as quais estariam, em última instância, atreladas ao seus níveis de endividamento.

Como já discutido anteriormente, o PEC não foi efetivo em termos de prever ou conter o aumento do déficit e da dívida dos países membros e, este evento, em muito esteve atrelado ao setor externo, à competitividade, ao endividamento privado e ao setor financeiro dos países da UME. Ou seja, a explosão das relações entre déficit/PIB

e dívida/PIB esteve muito atrelada à própria heterogeneidade do bloco europeu e à falta de uma união fiscal no bloco ou liberdade para a ação de políticas fiscais anti-cíclicas e, com exceção do caso Grego (que além dos demais desequilíbrios, apresentou desvios governamentais que contribuíram para a explosão da dívida e para o desequilíbrio orçamentário), não estiveram ligados a irresponsabilidades dos próprios governos nacionais (como mostra o esquema da figura 1).

FIGURA 1 - Trajetórias divergentes de déficit e dívida

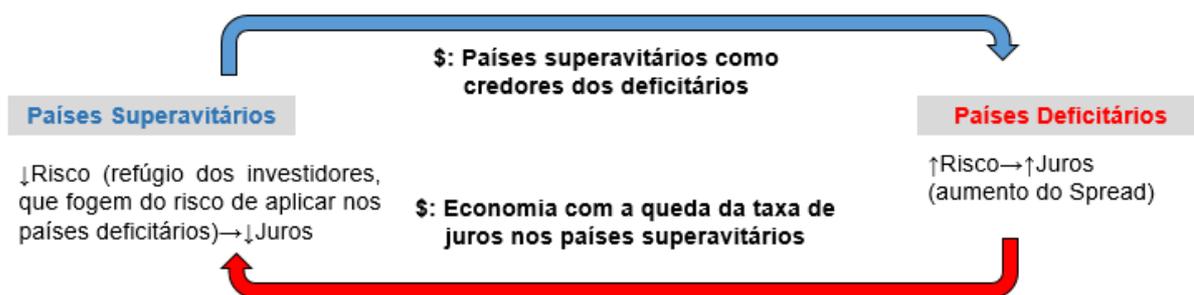


Fonte - Elaboração própria

A partir do quadro de explosão mais significativa do endividamento e do déficit em alguns países membros, os estados mais deficitários passaram a enfrentar dificuldades de se financiar e colocar seus títulos no mercado. Primeiro se dá o aumento do déficit e, por conseguinte, da dívida, a classificação do risco desses títulos aumenta, e assim, o diferencial de juros necessário para a colocação desses no mercado também se eleva. Já os países superavitários se tornam refúgios contra a incerteza e ao risco, e podem colocar os juros em um patamar muito menor por conta do fenômeno chamado na literatura de *"flight to safety"*. Como descrevem De Grauwe e Moesen (2009), um exemplo de *"flight to safety"* se deu na ocasião em que os mercados se afastavam dos títulos gregos e irlandeses, por exemplo, em direção aos títulos alemães, fazendo com que os *spreads* desses títulos em relação aos da Alemanha aumentassem consideravelmente.

Deste modo, as condições de financiamento dos estados da zona do euro acabam se tornando cada vez mais díspares. De um lado os credores com o custo de suas dívidas em um patamar muito baixo e, de outro, os devedores, com o custo da dívida em um patamar tão elevado que o próprio custo retroalimenta significativamente o déficit e este a dívida (como ilustra a figura 2).

FIGURA 2 - "Feedback negativo"



Fonte - Elaboração própria

Segundo IWH (2015), a crise de endividamento que se deu na eurozona contribuiu, em grande parte, para que a Alemanha mantivesse um orçamento equilibrado. A redução da taxa de juros atrelada aos títulos alemães na ordem de 300 pontos básicos levou à economia de mais de € 100 bilhões (mais de 3% do PIB) com o pagamento de juros no período entre 2010 e 2015.

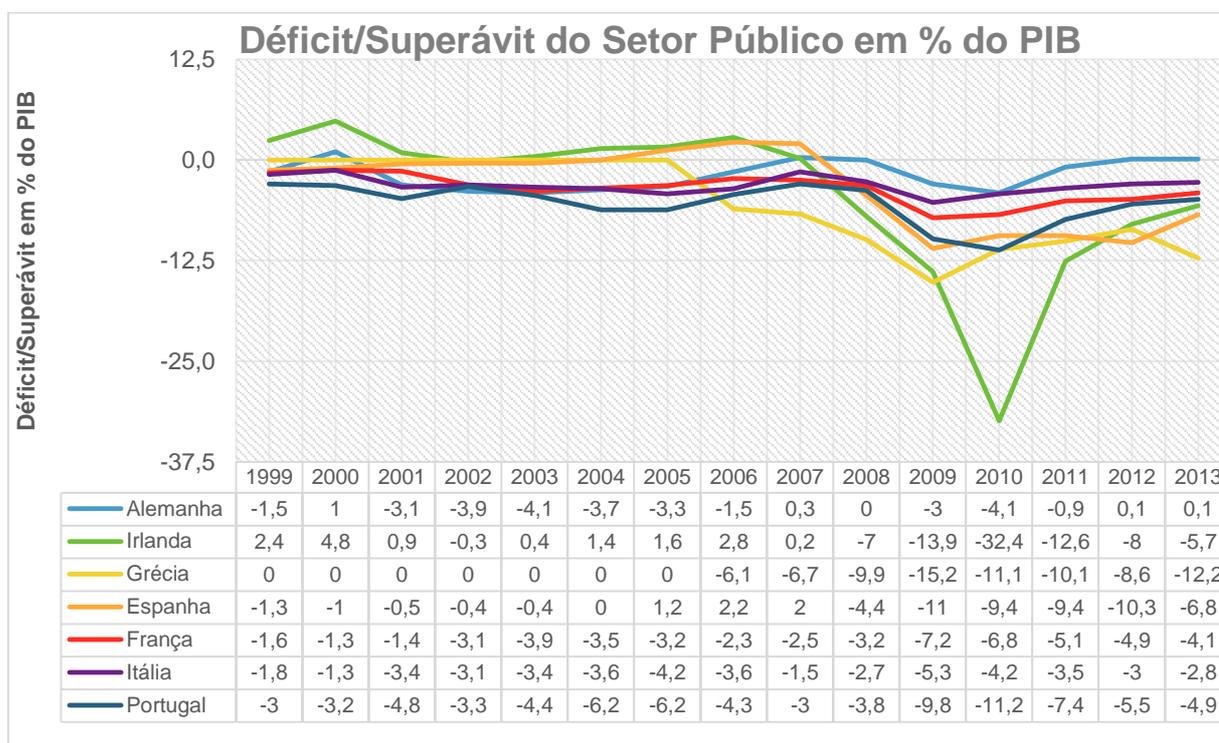
Não só a origem do déficit dos países membros está no próprio superávit dos demais (pelas próprias disparidades da zona do euro, desequilíbrios externos intra bloco, por exemplo, são muito comuns), como também o círculo vicioso déficit-dívida nos deficitários está atrelado à diminuição do custo da dívida dos superavitários, pois tal movimento impulsiona o "flight to safety".

O gráfico 7 ilustra as trajetórias extremamente diversas no quesito déficit /superávit (do setor público) em relação ao PIB dos países membros. Tais divergências são verificadas principalmente após os primeiros desdobramentos da crise, em 2008. Ou seja, realmente o limite (3% do PIB) para o déficit de Maastricht não conseguiu captar qualquer movimento de desvio, uma vez que, como já explicitado anteriormente (no capítulo 1), a origem dos déficits e superávits não estaria exclusivamente ligada a diferentes condutas do orçamento pelos governos nacionais.

Os governos nacionais teriam sido muito mais influenciados pelos déficits/superávits no setor privado, externo e financeiro (Dullien, 2010). Mais uma vez é possível destacar os resultados extremamente positivos da Irlanda e da Espanha. No período anterior a 2007-2008 a Irlanda acumulava superávits por anos consecutivos e sai de um superávit de 2,8% do PIB em 2006 para um déficit de 7% do PIB em 2008. Já a Espanha sai de um superávit de 2% do PIB ainda em 2007 para

um déficit de 4,4% do PIB. Resultados inclusive muito mais positivos que os sucessivos déficit alemães. Em outras palavras, o PEC não poderia, por si só, antecipar ou mostrar qualquer tendência de afastamento em relação ao limite do déficit. Desta forma, fica evidente que o desequilíbrio do setor público foi muito mais um desdobramento, do que a causa verdadeira do problema.

GRÁFICO 7 - Déficit/Superávit do Setor Público em % do PIB (Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Portugal)



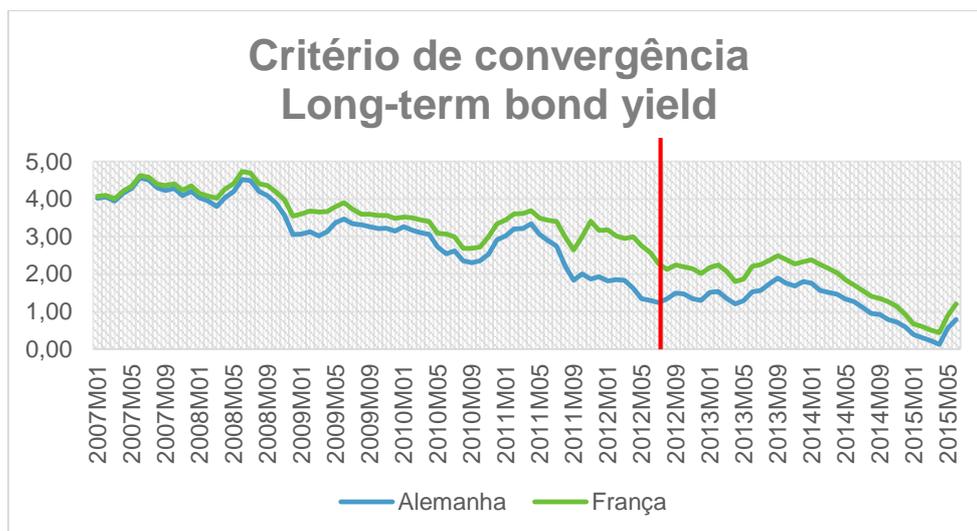
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

A partir dessas trajetórias divergentes, principalmente a partir de 2007-2008 (como apontado pelo gráfico 7) desdobraram-se trajetórias de rendimento em alguns casos muito divergentes. Ou seja, se dá o que se chama na literatura econômica de aumento do “*spread*”. Os gráficos 8, 9, 10, 11, 12 e 13 ilustram justamente o descolamento das trajetórias das curvas de rendimento dos títulos de longo prazo da França, Itália, Espanha, Portugal, Irlanda e Grécia em relação à Alemanha. A partir dos movimentos de aumento do déficit em relação ao PIB (como ilustrado no gráfico anterior) aliado às turbulências financeiras, no setor privado e com os desequilíbrios externos esses déficits continuavam a aumentar e em grande medida provocaram o aumento da percepção do risco nesses países membros. Esses países passaram,

então, a ter de pagar maiores taxas de juros sobre os seus títulos soberanos, o próprio pagamento dos juros retroalimenta o déficit e, conseqüentemente, a dívida. Os *spreads* apresentaram, entretanto, uma inflexão em julho de 2012 (em vermelho nos gráficos) na ocasião do anúncio de Mario Draghi garantindo um possível salvamento (caso necessário) dos países membros pelo BCE

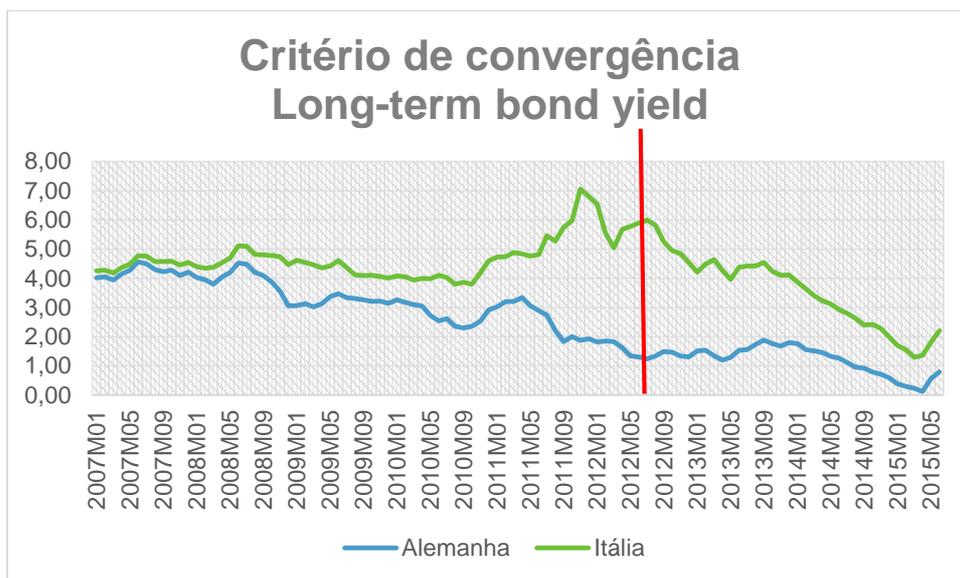
Os movimentos em direção ao “*safe heaven*” (no caso da zona do euro, majoritariamente a Alemanha) puseram em cheque a classificação dos títulos soberanos europeus em um mesmo patamar. Ou seja, aqueles títulos que antes também funcionavam como ativos seguros, inclusive no balanço dos bancos (Brunnemeier et. al, 2011), sofreram ataques especulativos, os quais nem a política expansionista do BCE (de aquisição de títulos públicos dos países membros) conseguiu conter. À medida que os rendimentos dos títulos aumentam, se torna cada vez mais difícil para os governos nacionais financiarem suas dívidas, e, uma vez obrigados a adotar políticas de austeridade em plena fase de recessão no ciclo econômico, dificultam ainda mais a recuperação, as receitas diminuem, o pagamento de juros continua a subir e, por conseguinte, a sustentabilidade da dívida fica cada vez mais distante. Os *spreads* foram amenizados com o anúncio (um pouco tardio) do presidente do BCE, mas continuam significativos principalmente na Grécias (mas também consideráveis em Portugal, na Itália e na Espanha).

GRÁFICO 8 - Long-term bond yield (AlemanhaxFrança)



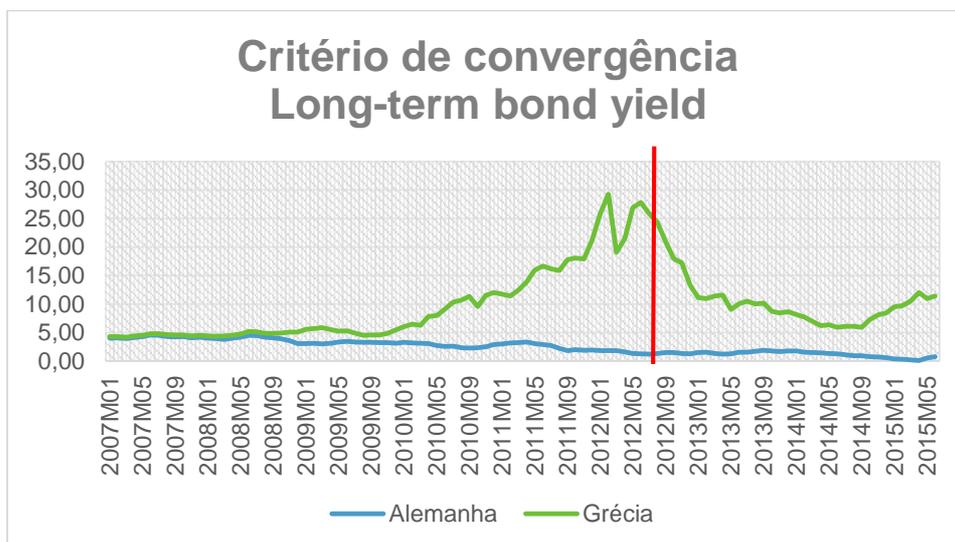
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 9 - Long-term bond yield (Alemanha x Itália)



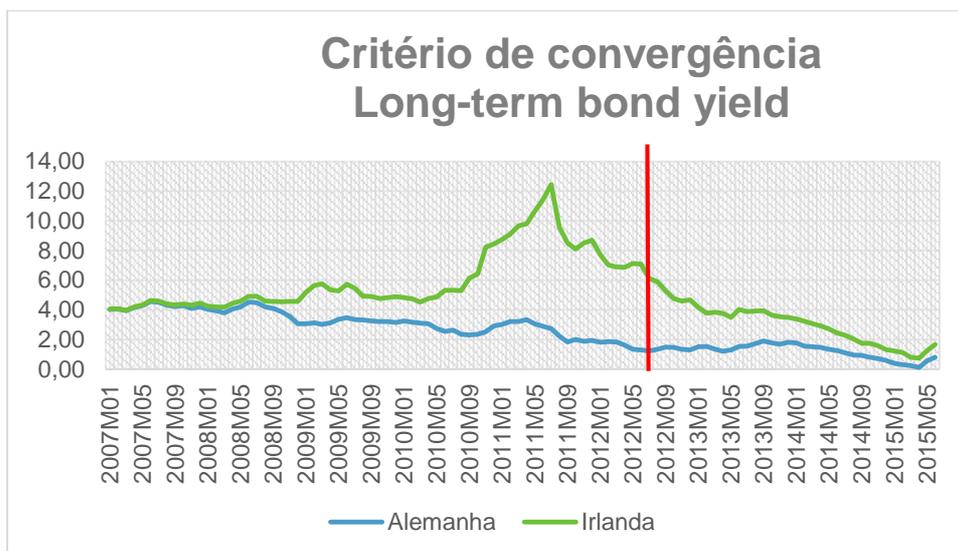
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 10 - Long-term bond yield (Alemanha x Grécia)



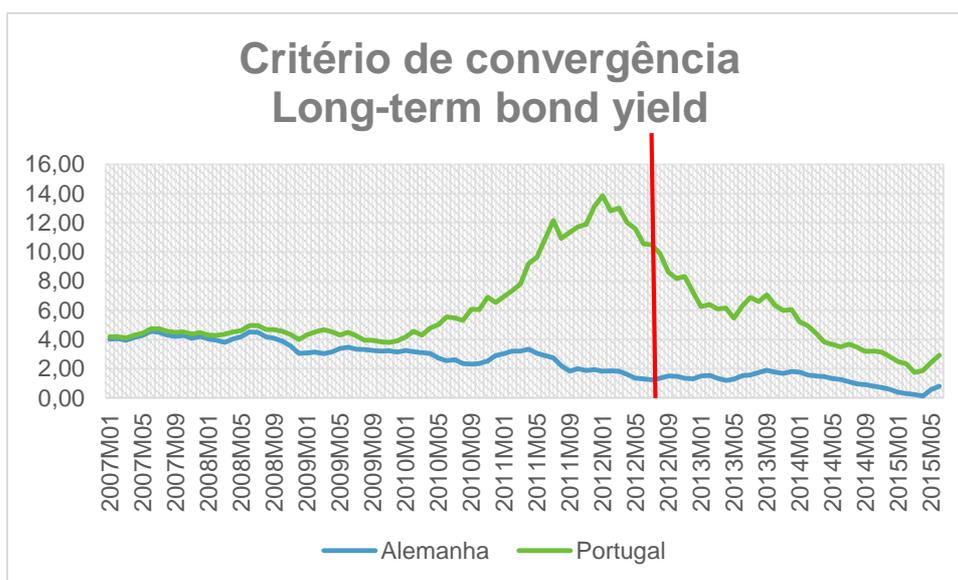
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 11 - Long-term bond yield (Alemanha x Irlanda)



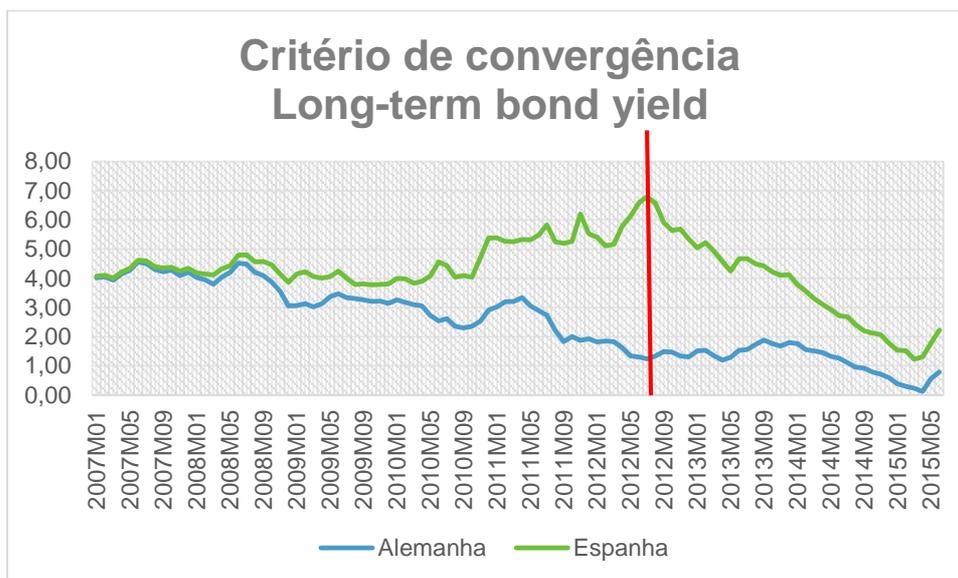
Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 12 - Long-term bond yield (Alemanha x Portugal)



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

GRÁFICO 13 - Long-term bond yield (Alemanha x Espanha)



Fonte - Dados Eurostat, elaboração própria

2.2 As diferentes propostas

Nessa seção (2.2) serão expostas as diferentes propostas de “eurobonds” de acordo com a descrição feita pelos próprios autores que as apresentaram (“Common Bonds”; “Blues Bonds”; “European Safe Bonds”; “EPFA Bonds”; “Eurobills” e “Synthetic Bonds”).

2.2.1 Common Bonds

A proposta dos “Common Eurobonds” foi divulgada por Paul De Grauwe e Win Moesen em “Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond” em 2009. De Grauwe é professor na London School of Economics, ex-membro do Parlamento Belga (1991-2003), também foi professor visitante no FMI, no conselho do FED, no Banco do Japão e no Banco Central Europeu. Moesen é professor da KU Leuven em Bruxelas na unidade de *Public Economics*.

Para contextualizar a proposta, os autores descrevem, primeiramente o “dramático” aumento do *spread* entre os títulos soberanos dos países membros da eurozona. Até agosto de 2007 teria se dado aquilo que se chama na literatura de “*flight to risk*”, em um cenário de percepção do risco muito baixa, já no período seguinte os mercados se movem para o outro extremo e tendem a fazer o movimento de “*flight*

to safety”, o que teria justamente desencadeado esse aumento de *spread*. Desincentivando, ainda, os países a realizarem gastos adicionais nas tentativa de estabilizar suas economias e tornando ainda mais custoso o resgate de bancos e instituições financeiras.

A solução então apontada é a criação de títulos garantidos coletivamente pelos países membros da zona do euro, os quais seriam emitidos pelo Banco de Investimento Europeu (EIB – European Investment Bank) ou diretamente pelos governos dos estados participantes. O que colaboraria com os países que estivessem pagando elevadas taxas de juros sobre seus títulos, fazendo com que esses tivessem acesso ao mercado de capitais para financiar seu orçamento.

Por outro lado, em países como a Alemanha, em que as taxas de juros a serem pagas pelos títulos é muito inferior, existe a preocupação com o risco moral, pelo fato de serem gerados possíveis desincentivos para a sustentabilidade da política fiscal. Na tentativa de contra argumentar as razões para tal preocupação, os autores expõem 4 diretrizes para afastar a possibilidade de risco moral:

- i. Cada governo teria uma participação na emissão de títulos de acordo com a sua participação de capital no Banco de Investimento Europeu (BIE).
- ii. A taxa de juros do título em euro seria vinculada a uma média ponderada dos rendimentos observados em cada um dos mercados de títulos no momento da emissão. Os pesos também seriam dados pela participação de capital no BIE.
- iii. O produto da emissão dos títulos seria canalizado para cada governo utilizando os mesmos pesos.
- iv. Cada governo pagaria a taxa de juros anual sobre a sua parte nos títulos utilizando as mesmas taxas de juros nacionais usadas para calcular a taxa média de juros sobre o “*Eurobond*”.

Existiria, no entanto, a possibilidade do rendimento do título comum divergir da média (ponderada) dos rendimentos das obrigações nacionais. Os autores argumentam, então, que se a análise deles de que alguns dos mercados de títulos nacionais de alto rendimento têm altos rendimentos por causa de uma falta de liquidez estiver correta, a sua própria inclusão em um mercado de títulos comum implicitamente aumentaria a sua liquidez. Assim, o “*Common Eurobond*” teria um rendimento mais baixo do que a soma ponderada dos títulos nacionais. Isso partindo do pressuposto de que o próprio mercado de “*eurobonds*” terá um tamanho suficiente de modo a tornar esses títulos instrumentos líquidos.

Os autores defendem, por fim, que a proposta dos “*Common Eurobonds*” evitaria os movimentos de tomada de carona (“*free riding*”) e, além disso, atende a demanda por segurança e facilita o acesso ao mercado de capitais. Em resumo, seria um “ótimo de Pareto”, permitindo melhorar o bem-estar de alguns sem reduzir o bem-estar dos outros.

2.2.2 The Blue Bond

A proposta dos “*Blue Bonds*” foi divulgada por Jakob Von Weizsäcker e Jacques Delpla em “Eurobonds: the Blue Bond concept and its implications”, o *paper* foi apresentado na Sessão de 21 de Março de 2011 do Parlamento Europeu do Comitê de Assuntos Econômicos e Monetários. Von Weizsäcker é pesquisador bolsista da Bruegel (sediada em Bruxelas), foi membro do Banco Mundial em Washington (2002-2005), trabalhou no Ministério Federal de Economia em Berlim (2001-2002) e ocupou posições de pesquisa no Centro de Estudos Econômicos em Munique e no CIRED (Centre International de Recherche sur l'Environnement et le Développement) em Paris. Delpla é economista do Conselho de Análise Econômica (CAE) em Paris e conselheiro sênior do BNP Paribas, além de ex-assessor do Ministério das Finanças Francês.

Delpla e Von Weizsäcker (2011) propõem títulos europeus menos abrangentes, subdivididos em “*blue*” e “*red bonds*”. A proposta sugere a divisão entre dois ativos soberanos com dois diferentes objetivos. Primeiro, os “*blue bonds*”, que tornariam os empréstimos mais acessíveis na zona do euro (dentro do limite de 60% do PIB de endividamento) criando um ativo que satisfizesse a demanda por ativos superseguros e líquidos. Segundo, os “*red bonds*”, que tornariam os empréstimos mais caros a medida que os países prosseguissem com políticas orçamentárias insustentáveis ou apresentassem falta de disciplina fiscal e credibilidade, de modo a reforçar as regras do PEC pelos próprios sinais do mercado.

Os “*blue bonds*” são os títulos sênior (reembolsados antes de qualquer outra dívida soberana dos países membros). Uma vez que só emitido até o limite de 60% de Maastricht, teriam o seu reembolso garantido em praticamente qualquer circunstância, desfrutando de status AAA (superseguro), o que os autores propõem chamar de AAAA.

Garantidos por todos os estados membros, os rendimentos desses títulos seriam provavelmente menores do que a média ponderada dos rendimentos dos títulos nacionais devido à classificação de título sênior (o componente mais seguro da dívida soberana dos estados da eurozona), e ao poder de tributação conjunta de todos os Estados membros.

A participação dos países estaria, no entanto, condicionada ao limite de 60% do PIB para o endividamento como a mais importante salvaguarda para garantir a qualidade dos “*blue bonds*”, atrelando a entrada nos títulos de caráter sênior ao reforço da credibilidade fiscal, por meio de baixos níveis de dívida ou garantias institucionais críveis (regras fiscais nacionais críveis, em particular) que colocarim as finanças públicas em trajetória sustentável.

A alocação anual dos “*blue bonds*” seria, por sua vez, proposta por um conselho independentemente do BCE. Essa alocação seria então submetida aos votos dos parlamentos nacionais. O esquema demandaria, ainda, a criação de uma agência de dívida conjunta, para qual seria transferida diretamente a receita dos impostos para evitar que o desconto da dívida multilateral fosse barrado.

Já os “*red bonds*” seriam todos os títulos emitidos a um nível de endividamento superior aos 60%, recebendo o status de junior, os primeiros a serem atingidos por perdas, as quais só seriam repassadas aos “*blue bonds*” caso os “*red bonds*” não as conseguissem absorver. Criando um mercado tão grande quanto o mercado de dívida norte americano (o mercado de “*blue bonds*” teria entre EUR 5.000 e EUR 6.000 bilhões contra EUR 7.250 bilhões do mercado de títulos do tesouro americano) seria garantida uma liquidez ainda maior para os títulos sênior em contraste a uma liquidez reduzida dos títulos junior. Deste modo, ficariam reduzidos os custos de empréstimo dos “*blue bonds*”.

O esquema dos “*blue bonds*” ainda ajudaria o euro a atingir o status de moeda reserva em períodos críticos de turbulência, permitindo, inclusive, que a moeda única disfrute de um privilégio verificado apenas no caso do dólar americano. O mercado de títulos criados seria muito líquido e chegaria a cifras bem próximas do mercado de títulos do tesouro americano.

Quanto ao PEC os autores argumentam que a proposta ajudaria a reforçar o os incentivos ao seu cumprimento e os próprios “*red bonds*” imporiam um duplo controle às políticas fiscais. E, o mecanismo institucional para o controle da proposta seria o conselho independente de estabilidade alocando os “*blue bonds*” de acordo com os princípios do PEC e noções de sustentabilidade fiscal. Além da própria disciplina imposta pela contraposição do “*red bonds*”, os quais seriam mantidos, em grande medida, fora do sistema bancário.

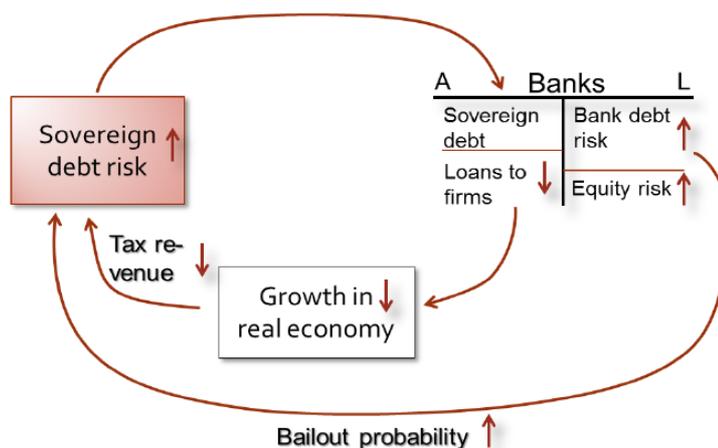
2.2.3 *European Safe Bonds*

A proposta dos “*European Safe Bonds*” foi apresentada por Markus K. Brunnermeier, Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Tano Santos, David Thesmar, Stijn Van Nieuwerburgh e Dimitri Vayanos (“*The euro-nomics group*”). Brunnermeier é professor na Universidade de Princeton e diretor do Centro Bendheim de Finanças, Garicano é professor na London School of Economics, Lane é professor de Macroeconomia internacional na Trinity College em Dublin, Pagano é professor na Universidade de Nápoles Frederico II, Reis e Santos são professores na Universidade de Columbia, Thesmar é professor de finanças na Hautes Etudes Commerciales de Paris, Van Nieuwerburgh é professor associado de finanças da Yamaichi Faculty e Vayanos é professor de finanças da London School of Economics.

Brunnermeier et.al (2011) atrelam a criação dos chamados “*European Safe Bonds*” à demanda por ativos verdadeiramente seguros, a qual ficou ainda mais evidente após a crise de 2007-2008. Segundo os autores, o sistema financeiro moderno é fortemente dependente de ativos seguros, os quais são parte substancial do balanço dos bancos (por conta dos próprios acordos de Basileia) e dos fundos de pensão, os quais movimentam um grande volume de recursos.

Na falta de um ativo europeu seguro, os reguladores do sistema bancário, “*policy makers*” e investidores tomaram os títulos públicos de todos os membros da zona do euro como seguros, isso desde a criação da UME. Encorajados pela ausência de uma distinção entre os títulos dos países membros, os bancos europeus tinham em suas carteiras uma grande quantidade de títulos de dívida nacionais, o que acabou por alimentar uma especulação interminável a respeito da solvência dos bancos. Os países membros, por sua vez, enfrentavam o risco constante de ter que, a qualquer momento, resgatar seus bancos. O que, diante da incerteza com relação a um eventual aporte fiscal do bloco, acabou por aumentar os riscos desses títulos. (Figura 3). Já os “*policy makers*” europeus não possuem as instituições e recursos próprios necessários para intervir em todos os mercados de dívida soberana que se encontram em dificuldades, assim, o BCE acaba por deter a maior quantidade de títulos de maior risco, tornando-se a única fonte de financiamento para os bancos em dificuldade. (“*Diabolic loop*”, figura 3)

FIGURA 3 - "Diabolic Loop"



Fonte - Brunneimeier et. al 2011 p.3

Na falta desses títulos europeus seguros, os títulos de alguns países no centro da Europa satisfizeram essa demanda. Nos tempos de crise, os fluxos de capital vão da periferia para o centro e, durante o *boom*, do centro para a periferia. Fazendo movimentos de alternância, horas em busca de rendimentos, outras em busca de segurança. O que, segundo os autores, teria gerado grandes desequilíbrios nas contas capital na zona do euro, implicando em mudanças nos preços relativos e, até mesmo, em distúrbios no mercado de ativos.

Os autores propõem, então, a criação dos "European Safe Bonds" (ou "ESBies"). Os "ESBies" seriam emitidos pela Agência de Dívida Europeia (*European Debt Agency - EDA*) com base nos tratados já existentes. Não exigiriam, portanto, uma união fiscal e não seriam garantidos por um mecanismo de solidariedade conjunta. Isso tudo baseado em uma visão mais descentralizada e defensora da eficiência do mercado de capitais. Os bancos teriam um substituto para os títulos soberanos, tornando-se menos dependentes das finanças públicas. E os movimentos de "flight to safety" não seriam mais transfronteiriços, devido à existência de diferentes instrumentos financeiros emitidos a nível europeu.

A ADE ficaria responsável por comprar os títulos soberanos dos países membros de acordo com pesos fixos estabelecidos por regras estritas que representariam os diferentes tamanhos dos países membros (60% da média do PIB nos últimos 5 anos). A ADE também ficaria atrelada à regra de não-salvamento e

cumpriria sua tarefa mantendo em seu balanço títulos soberanos (como ativos), os quais funcionariam como garantia para a emissão de dois outros títulos.

O primeiro garantiria uma reivindicação sênior sobre o pagamento dos títulos em carteira (mais seguro), com uma fatia de X% e o segundo (junior), mais arriscado, com uma fatia de 1-X%. As perdas só afetariam os títulos sênior caso ultrapassassem perdas maiores do que 1-X% (títulos junior).

Ao BCE caberia dar tratamento preferencial aos ESBies, aceitando-os como principal colateral. O BCE continuaria a manter títulos soberanos como ativos, mas agora indiretamente, via ESBies, ou seja, apenas a parcela mais segura desses títulos.

2.2.4 EPFA Bonds

A proposta dos “*EPFA Bonds*” foi apresentada por Thomas I. Palley em “*Monetary Union Stability: The Need for a Government Banker and the Case for a European Public Finance Authority*”. Palley foi economista chefe da Comissão de Economia e Segurança China – Estados Unidos, diretor da Comissão do *Globalization Reform Project* do *Open Society Institute* e Diretor Adjunto de Políticas Públicas para a AFL – CIO (American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations). Essa proposta passaria pela emissão de títulos da dívida pública pela “*European Public Finance Authority*” (EPFA).

Segundo o autor, a base teórica neoliberal, que inspirou a construção da UME, acabou por impor a separação entre o banco central e as finanças públicas, colocando os governos nacionais sob contínua pressão financeira. O que, em última instância, dificultaria a manutenção do estado de bem-estar social europeu.

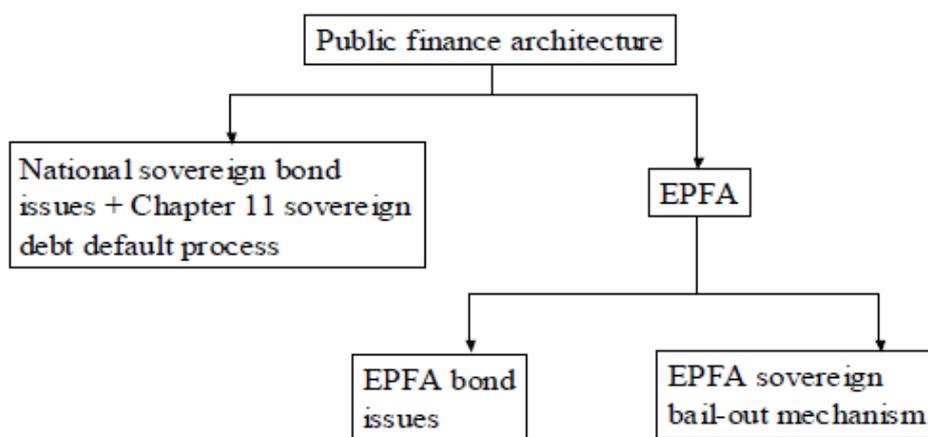
Ainda, de acordo com Palley (2011), este arranjo da UME apesar de solucionar o problema acerca da especulação sobre as taxas de câmbio por meio da criação da moeda única (e, por conseguinte, com taxa de câmbio única) controlada pelo BCE, acabou por substituir a especulação cambial pela especulação no mercado de títulos. Além de eliminar a possibilidade dos bancos centrais nacionais dos países membros emitirem meios de pagamento, a partir do Tratado de Maastricht (como já explicitado anteriormente) foi imposto um limite de 3% do PIB aos déficits orçamentários. Limite

esse visivelmente ignorado no decorrer da atual crise na zona do euro, como destaca o autor. Os desdobramentos são bem conhecidos, altas taxas de juros, as quais levam os países endividados à insustentabilidade do endividamento.

O ponto crucial, segundo Palley (2011), é o impedimento dos bancos centrais de comprarem títulos da dívida pública, o que deixa os mercados desses títulos a mercê dos ataques especulativos. Os investidores têm o objetivo de receber um retorno ajustado ao risco equivalente aos ganhos possíveis com títulos seguros e, assim, alimentam a lógica da especulação. A solução passaria, portanto, pela criação de uma nova arquitetura das finanças públicas que incluía a EPFA.

A EPFA emitiria títulos europeus, os quais seriam garantidos conjuntamente por todos os países membros. Além disso, o BCE teria o direito de comprar e vender esses títulos EPFA. O arranjo das finanças públicas ficaria estabelecido em 3 pilares (como ilustra a figura 4, retirada de Palley, 2011).

FIGURA 4 - A arquitetura das finanças públicas ("*EPFA Bonds*")



Fonte - Palley, 2011, p. 10

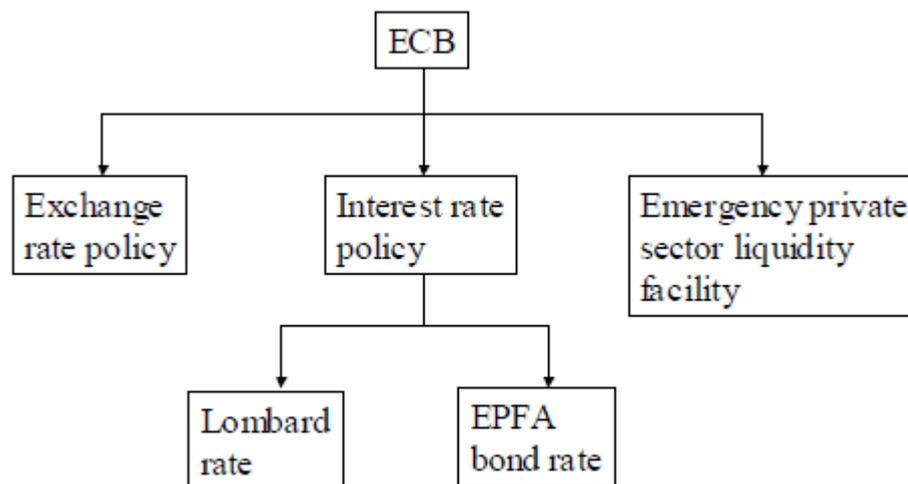
Primeiro, os países membros manteriam o direito de emitir seus próprios títulos, os quais eles sozinhos garantiriam. Em uma analogia Palley compara esses títulos aos títulos municipais e estaduais norte-americanos. Estes títulos também poderiam estar sujeitos a um processo de *default* em caso de extrema dificuldade financeira nacional. Os "*EPFA bonds*", no entanto, ficariam excluídos.

Segundo, os países membros e a EPFA emitiriam e garantiriam títulos conjuntamente da seguinte maneira: 1. A autoridade estaria apta a vender títulos de quaisquer maturidade de acordo com seu critério. 2. Os produtos das vendas seriam pagos aos governos nacionais. 3. O BCE teria o direito de comprar e vender títulos já emitidos pela EPFA. 4. A EPFA seria governada por ministros das finanças dos membros da zona do euro, representando seu respectivos governos nacionais. 5. Os direitos de voto na EPFA seriam alocados com base na renda *per capita* dos países. 6. A distribuição dos procedimentos de vendas dos títulos também seria embasado na renda *per capita*, assim como as obrigações relacionadas ao pagamento dos juros da dívida em títulos EPFA.

O terceiro e último pilar estaria relacionado a tarefa da EPFA de supervisionar um fundo de resgate soberano europeu (passível de realizar empréstimos de emergência aos países membros). Esta espécie de FMI europeu (Palley, 2010; Gros e Mayer, 2010) seria financiada pela venda de títulos EPFA e o acesso ao fundo ficaria sujeito à condicionalidade da política econômica estabelecida pela EPFA. Ainda, como aponta Palley, tal mecanismo evitaria um vazamento fiscal para fora da economia europeia em forma de pagamento de juros por conta de resgates feitos pelo FMI, por exemplo.

Já a responsabilidade monetária ficaria a cargo do BCE (como ilustra a figura 4, retirada de Palley, 2011). A primeira responsabilidade seria a política de taxa de câmbio acerca do euro. A segunda, a taxa de juros na zona do euro, a qual seria influenciada pela definição da taxa de juros *overnight* de curtíssimo prazo por meio do mecanismo de “*Lombard lending*”, além de intervenções em toda a estrutura dos EPFA *bonds*. E, em situações emergenciais, também poderia adotar o “*quantitative easing*”. Os títulos EPFA determinariam a taxa de juros livre de risco na eurozona e todos os outros títulos, incluindo os títulos soberanos dos países membros, seriam precificados por fora. A terceira e última responsabilidade diz respeito ao mecanismo de liquidez de emergência voltado para o setor privado (análogo aos empréstimos promovidos pelo FED entre 2008-2009).

FIGURA 5 - A arquitetura das finanças públicas (“EPFA Bonds”)



Fonte: Palley, 2011, p. 14

Por último, mas não menos importante, Palley destaca dois importantes desdobramentos da proposta dos EPFA *bonds*. O primeiro diz respeito à coordenação do arranjo proposto entre a autoridade fiscal (EPFA) e a autoridade monetária (BCE), o que fica claro a partir das explicações da figura 4. E segundo, a proposta dos títulos EPFA não implicaria em um fortalecimento das restrições arbitrárias como o limite de 3% do PIB para o déficit orçamentário (presente no Tratado de Maastricht), uma vez que, segundo o autor, essas restrições se mostraram extremamente impopulares, minando a soberania e a democracia. Tais limites foram até mesmo ignorados e impossíveis de serem sancionados, como destaca Palley, e os países membros tiveram apenas mais custos a partir dos mesmos.

2.2.5 Eurobills

A proposta dos “*Eurobills*” é apresentada em 2011 no artigo “Eurobills, not Eurobonds” de Thomas Philippon e Christian Hellwig. Philippon é professor de finanças na Stern School of Business de Bruxelas e pesquisador afiliado do CEPR (Centre for Economic Policy Research) e da NYU. Hellwig é professor associado da Universidade de Toulouse e pesquisador afiliado do CEPR.

Philippon e Hellwig (2011) destacam a necessidade de haver uma coordenação mais forte da provisão de liquidez e da regulação financeira na zona do Euro. Se mostram, no entanto, críticos das propostas dos *Eurobonds* até então apresentadas pelo potencial risco moral que envolveriam. Assim, a proposta mais adequada seria, ao invés de qualquer título a nível europeu, a adoção dos chamados “*Eurobills*”, abordados no artigo “Eurobills, not Eurobonds”, de dezembro de 2011.

Os “*Eurobills*”, diferentemente de qualquer outra proposta de título comum europeu, seriam títulos de maturidade inferior a um ano. Primeiro os países membros teriam de organizar uma secretaria para o gerenciamento da dívida mútua (*joint debt management office* - DMO), a qual seria responsável pela emissão desses títulos. O limite para cada país ficaria fixado em 10% do PIB em “*Eurobills*”. E, a participação dos países ficaria condicionada à satisfação dos critérios de governança econômica e de disciplina orçamentária já existentes. Os países continuariam, entretanto, a emitir títulos com maturidade de 2 anos ou mais. A ideia central seria, nas palavras dos autores da proposta, evitar corridas para liquidez auto-realizáveis e feed-backs negativos entre as crises soberanas e as crises bancárias, enquanto minimiza o risco moral (Hellwig e Philippon, 2011).

Os “*Eurobills*” se embasariam na estrutura já existente, apenas a fortaleceria e exigiria a substituição de todos os títulos de dívida de curto-prazo corrente, não permitindo a expansão do montante total de dívidas de curto-prazo, cobrindo os títulos de maturidade de 1 mês até a 1 ano. O que, segundo os autores, incentivaria os países a emitir mais títulos de longo prazo, tornando-os mais baratos e melhorando a estabilidade financeira.

Para convencer os países fortes a participarem da responsabilidade solidária e conjunta pelos títulos, o limite estrito de 10% do PIB, bem como a credibilidade, seriam essenciais. Mesmo porque, a participação dos países fortes seria essencial para o sucesso da proposta, uma vez que a competição com os títulos de curto prazo dos países mais fortes reduziria a liquidez dos “*Eurobills*” e criaria espaço para a seleção adversa.

2.2.6 *Synthetic Eurobonds*

A proposta dos “*Synthetic Eurobonds*” é apresentada por Thorsten Beck, Harald Uhlig e Wolf Wagner. Beck é professor de finanças na Cass Business School e pesquisador no CEPR, Uhlig é presidente e professor do departamento de economia da Universidade de Chicago e Wagner é professor de economia na Universidade de Tilburg.

Segundo Beck, Uhlig e Wagner (2011), a crise corrente na zona do euro estaria centrada na crise da dívida soberana dos países membros e na crise no setor financeiro. Para os autores, diferentemente das demais propostas, a ideia seria focar no funcionamento do setor financeiro.

Os autores sugerem, então, a criação de um fundo mútuo de dívida, o qual seria composto por um *mix* de dívida dos países membros proporcional ao PIB. Esse fundo emitiria *securities* (“*Synthetic Eurobonds*”) cujos *payoffs* seriam o conjunto dos *payoffs* dos títulos nos seus portfólios ponderados pela participação. No caso de um dos países membros entrar em *default* ou reprogramar sua dívida isso afetaria o *payoff* desses *Eurobonds*, mas na proporção de sua participação no portfólio. Propõe-se ainda que o BCE aceite estes *Eurobonds* como colateral em suas operações no *open-market* e nas operações de recompra, além de parar de aceitar títulos de alto risco dos países membro individualmente.

O mecanismo para a introdução dos “*synthetic bonds*” passaria, por sua vez, pela venda dos títulos de dívida mantidos pelos bancos europeus ao fundo mútuo, com o recebimento, em troca, dos “*synthetic bonds*”. O que, nas palavras dos autores, tiraria as apostas de cassino das mãos dos bancos, forçando-os a reduzirem o risco de seus balanços. Permitindo, ainda, que usem essas *securities vis-a-vis* o BCE. O que resolveria, portanto, os problemas de liquidez e solvência do sistema bancário europeu.

2.3 Comparação entre as propostas

Nessa seção são comparadas as 6 diferentes propostas anteriormente apresentadas de acordo com os requisitos: grau de financiamento, participação, institucionalidade e cálculo das taxas de retorno. A comparação é feita por meio do quadro resumo a seguir (Quadro 1), inspirado no quadro de EIJFFINGE, S. C. W. (2011)⁶, que não traz, no entanto, todas as propostas aqui apresentadas.

⁶O quadro original de EIJFFINGE, S. C. W. (2011) segue no anexo

QUADRO 1 - Comparação entre as propostas dos "Eurobonds"

	De Grauwe e Moessen (2009) Common Eurobonds	Delpla e Von Weizsäcker (2010) Blue and Red Bonds	Brunnemeier et. al (2011) ESBies	Palley (2011) EPFA Bonds	Beck, Wagner e Uhlig (2011) Synthetic Bonds	Philippon e Hellwig (2011) Eurobills
Grau de financiamento	<i>Eurobonds</i> são complementares aos títulos nacionais	<i>Eurobonds</i> são complementares, mas títulos nacionais seriam desinteressantes	<i>Eurobonds</i> complementares aos títulos nacionais	<i>Eurobonds</i> complementares aos títulos nacionais	<i>Synthetic Bonds</i> como complementares dos títulos soberanos	<i>Eurobills</i> como substitutos aos títulos soberanos de curto prazo, os títulos de longo-prazo continuam a existir
Institucionalidade	Instituição europeia emite os títulos, utilizando a configuração institucional já existente.	Instituição independente aloca as cotas de emissão para os países emitirem eles próprios os títulos	EDA emite os títulos com base nos tratados já existentes. Não exigiriam uma união fiscal e não seria garantido por um mecanismo de solidariedade conjunta. Baseado em uma visão mais descentralizada e defensora da eficiência do mercado de capitais	EPFA (governada por ministros das finanças dos membros da zona do euro) emite e vende os títulos, os produtos das vendas pagos aos governos nacionais. O BCE pode comprar e vender títulos já emitidos pela EPFA. Direitos de voto na EPFA seriam alocados com base na renda per capita dos países, assim com a distribuição dos produtos das vendas dos títulos e as obrigações relacionadas ao pagamento dos juros da dívida em títulos EPFA.	Criação de um fundo mútuo que emitiria um mix dos títulos dos países membros	DMO emitiria títulos de curto-prazo (1 mês-1 ano de maturidade) respeitando a estrutura dos critérios de governança e disciplina orçamentária já existentes
Participação	Voluntária, mas com limites ao endividamento	Voluntária, mas com limites para o endividamento e optar pela não participação é visto como um mal sinal	De acordo com pesos fixos estabelecidos por regras estritas que representariam os diferentes tamanhos dos países membros (60% da média do PIB nos últimos 5 anos)	Participação de acordo com a renda <i>per capita</i> , mas pode ser ampliada	A participação seria condicionada pela proporcionalidade do PIB dos países membros em relação ao PIB total da zona do euro	Participação obrigatória dos países com o limite de 10% do PIB e condicionada à aprovação da DMO

Cálculo das taxas	Vinculado a uma média ponderada dos rendimentos observados em cada um dos mercados de títulos no momento da emissão. Os pesos seriam dados pela participação de capital no BIE.	Baseada nas taxas de mercado, deferentes para os <i>red</i> e <i>blue bonds</i>	Baseados nas taxas de mercado, títulos sênior X% e títulos junior 1-X%	Baseado nas taxas de mercado. O pagamento dos juros da dívida em títulos EPFA seria de acordo com a renda <i>per capita</i>	Os <i>payoffs</i> dos títulos do portfólio ponderados por sua proporcionalidade	No texto não fica claro, aparentemente os <i>payoffs</i> seriam determinados pelo mercado
--------------------------	---	---	--	---	---	---

Fonte - Elaboração própria, inspirado no quadro de EIJFFINGE, 2011

De acordo com a Comissão Europeia (2011), as diferentes propostas de *Eurobonds* podem ser classificadas em 3 diferentes abordagens. Baseadas no grau de substituição da emissão nacional (completa ou parcial) e na natureza das garantias desses títulos (conjunta e ampla ou apenas ampla).

A primeira categoria se caracteriza pela completa substituição dos títulos nacionais com garantias amplas e conjuntas. De acordo com a Comissão Europeia esse tipo de proposta seria a mais ambiciosa uma vez que, cada membro seria totalmente responsável por toda a emissão dos títulos, implicando em maiores efeitos positivos em termos de estabilidade e integração. Este tipo de proposta acabaria, portanto, com a pressão sobre o mercado de títulos e a taxa de juros nos países membros, mas demandaria significativas mudanças institucionais, dado o maior "*Moral Hazard*". Dentre as propostas apresentadas, a que se incluiria nessa categoria seria a dos "*EPFA Bonds*".

A segunda se distingue pela substituição apenas parcial dos títulos emitidos nacionalmente, mas mantém as garantias amplas e conjuntas. Esse tipo de proposta cobriria apenas partes das necessidades nacionais de financiamento. Os países membros continuariam a emitir seus próprios títulos em um volume menor por conta da emissão paralela dos "*Eurobonds*". Assim, os países ainda ficariam sujeitos ao mercado e continuariam expostos a diferentes condições de financiamento, que variariam de acordo com as diferentes qualidades do crédito. A limitação na emissão dos "*Eurobonds*" serviria para combater o "*Moral Hazard*", uma vez que os custos marginais do endividamento superior ao limite funcionariam como um "incentivo à sustentabilidade da política fiscal". Dentre as propostas apresentadas as que se incluiriam nessa categoria seriam a dos "*Blue Bonds*" e a dos "*Eurobills*".

Já a terceira categoria engloba a substituição parcial da emissão dos títulos nacionais com garantias amplas, porém não conjuntas. Como a classe mais limitada de propostas, cobriria apenas parcialmente as necessidades financeiras dos Estados membros, tendo impactos reduzidos em termos de estabilidade e integração. O "*Moral Hazard*" seria, no entanto, o mais reduzido. Dentre as propostas apresentadas as que se incluiriam nessa categoria seriam a dos "*Common Bonds*", dos "*European Safe Bonds*" e dos "*Synthetic Eurobonds*".

Segundo a Comissão Europeia (2011), todas as diferentes propostas de “Eurobonds” trariam benefícios tais como a estabilização dos mercados financeiros, acesso a um mercado de títulos muito líquido, além da diminuição dos custos de empréstimo da dívida pública emitida a nível europeu. Ademais, eles previniriam, como já argumentado pelos autores das propostas, movimentos de “flight to safety”. No entanto, o impacto e extensão desses efeitos divergiria em cada uma das propostas apresentadas. Os diferentes tipos de propostas apresentariam *trade-offs* entre os benefícios esperados e as pré-condições institucionais, o que já fica evidente na categorização apresentada anteriormente. Estes *trade-offs* são explicitados no quadro 2.

Todavia, não é possível auferir, pelos desequilíbrios intra bloco e pela exposição dos setores não ligados aos governos nacionais, que apenas uma institucionalidade reforçando e fazendo o PEC valer resolucione ou evite turbulências. Fica claro que a preocupação maior de todas as propostas de implementação de “eurobonds”, com a exceção dos “EPFA Bonds”, é com o sistema bancário e financeiro. A estabilização desses setores poderia ter sido suficientemente eficiente para conter ou evitar a crise na Irlanda, por exemplo, mas quanto aos demais países membros não se pode fazer maiores inferências.

Como foi argumentado no capítulo 1 e na primeira seção desse segundo capítulo, os pontos primordiais a serem trabalhados e reestruturados no âmbito da UME dizem respeito à utilização da política fiscal como política anti-cíclica e estabilizadora, de modo a agir de forma coordenada com as demais políticas econômicas (proposição pós-keynesiana). Ademais, as assimetrias econômicas no bloco do euro devem ser consideradas e o BCE, apesar da garantia de Mario Draghi, não funciona como banqueiro do governo, o que torna as turbulências muito mais difíceis de serem superadas. Nesse sentido, apenas a proposta de Palley se aproximaria das questões que estão no cerne da crise.

Os “EPFA Bonds” seriam, portanto, os mais eficazes, trazendo o maior benefício dentre as propostas apresentadas. Nos termos e categorias apresentados pela Comissão Europeia eles se enquadram da categoria 1, trazendo o maior benefício dentre as propostas apresentadas. Quanto ao aspecto da segurança, atacada pela Comissão Europeia no âmbito da categoria 1, Palley (2011) contra

argumenta explicitando que os “*EPFA Bonds*” seriam muito seguros por conta do banqueiro do governo e da garantia implícita do BCE, assim, o mercado desses títulos seria sempre líquido e, tanto os governos, quanto os investidores, não temeriam uma crise de liquidez (M. Draghi teria agido neste sentido em 2012, mas o *EPFA Bonds* institucionalizariam a ideia).

Em oposição às demais abordagens, as emissões dos “*EPFA Bonds*” não dependeriam do PIB corrente, o que é, de fato, uma vantagem, uma vez que, em tempos de crise, o PIB cairia e, por conseguinte, a emissão dos títulos cairia também. As emissões não seriam, ainda, limitadas a um certo montante, podendo variar de acordo com o estado da economia (Palley, 2011). Em casos de emergência, seria possível aumentar o montante de títulos emitidos, permitindo que países que já tivessem atingido o limite pudessem incorrer em políticas fiscais anti-cíclicas.

QUADRO 2 - Visão geral das 3 principais categorias de "Stability Bonds"

	(Option 1)	(Option 2)	(Option 3)
Main features			
- Degree of substitution of national issuance by Stability Bonds	Full	Partial	Partial
- Guarantee structure	Joint and several	Joint and several	Several (not joint) with enhancements
Main effects			
- on average funding costs 1/ for Stability Bond as a whole 2/ across countries	1/ Medium positive effect from very large liquidity compensated by strong moral hazard. 2/ Strong shift of benefits from higher to lower rated countries	1/ Medium positive effect, from medium liquidity and limited moral hazard 2/ Smaller shift of benefits from higher to lower rated countries. Some market pressure on MS with high level of debt and subprime credit ratings	1/ Medium positive effect, lower liquidity effect and sounder policies prompted by enhanced market discipline 2/ no impact across country. Stronger market pressure on MS with high level of debt and subprime credit ratings
- on possible moral hazard (without reinforced governance)	High	Medium, but strong market incentives for fiscal discipline	Low, strong market incentives for fiscal discipline
- on financial integration in Europe	High	Medium	Medium
- on global attractiveness of EU financial markets	High	Medium	Medium
- on financial market stability	High	High, but some challenges in case of unsustainable levels of national issuance	Low, but it may help to deal with the current crisis thanks to its rapid implementation.
Legal considerations	Probably Treaty change	Probably Treaty change	No Treaty changes required. Secondary legislation may be helpful.
Necessary minimum implementation time	Long	Medium to long	Short

Fonte - European Commission (2011)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como ficou claro nos capítulos 1 e 2, a crise corrente na zona do euro foi, em grande medida, resultado de desequilíbrios na UME e enormes quantidades de dívida privada, além do salvamento de bancos e demais instituições financeiras e da natureza auto-realizável das expectativas de mercado. No caso de choques assimétricos atingindo uma união monetária, como foi o caso na eurozona, as autoridades monetárias nacionais ficam impedidas de utilizar a política monetária, uma vez que ela ficou submetida ao “*one size fits all*” do BCE. O BCE foi, ainda, em um primeiro momento, impedido de exercer a função de prestador de última instância, pelo próprio tratado de Maastricht (*no-bailout clause*), o que acabou por aumentar o custo do salvamento. A política fiscal, por sua vez, fica sob responsabilidade dos países membros, mas também amarrada aos critérios de Maastricht inspirados no NCM.

A proposta dos “*Eurobonds*” aparece então, como uma alternativa para atacar principalmente o aumento nos *spreads* entre os títulos nacionais, bem como uma forma de estabilizar o mercado financeiro na zona do euro, fornecendo um ativo líquido e seguro. Os *Eurobonds*, não atacam, no entanto, os desequilíbrios presentes no âmbito da união monetária (os quais são as causas verdadeiras da crise, como destacado anteriormente, o setor externo, a competitividade, o endividamento privado) nem evitariam a necessidade de resgate dos bancos, poderiam ter apenas quebrado o chamado “*diabolic loop*” (Brunnemeier et. al. 2011) entre os bancos e governos nacionais.

Em suma, não é possível auferir pelos desequilíbrios intra bloco e pela exposição dos setores não ligados aos governos nacionais, que apenas uma institucionalidade reforçando e fazendo o PEC valer resolucione ou evite turbulências. Fica claro que a preocupação maior de todas as propostas de implementação de “*eurobonds*”, com a exceção dos “*EPFA Bonds*”, é com o sistema bancário e financeiro. A estabilização desses setores poderia ter sido suficientemente eficiente para conter ou evitar a crise na Irlanda (onde os ativos tóxicos do setor bancário foram o âmago da desestabilização), por exemplo, mas quanto aos demais países membros não se pode fazer maiores inferências.

Conclui-se, portanto, que a implementação dos “*Eurobonds*” anteriormente à crise poderia ter amenizado as turbulências financeira e bancária trazendo uma possível estabilidade. Mas não tangenciaria os desequilíbrios e problemas estruturais que estão no centro, principalmente, da crise econômica da zona do euro.

Dentre as propostas apresentadas, a única que promoveria a integração e a estabilidade, além de atacar outros problemas ligados aos desequilíbrios intrabloco e estruturais seriam os “*EPFA Bonds*”. Esses títulos estabeleceriam um arranjo em que o BCE poderia intervir no mercado de títulos (mais facilmente) em tempos de crise e o montante dos títulos emitidos não seria limitado, o que, em última instância, garantiria um espaço para a política fiscal como estabilizadora, bem como para uma certa coordenação da política econômica, ausentes até o momento dada a abordagem voltada para o NCM das intuições e estruturação da UME.

Além de fornecer ao mercado financeiro liquidez e segurança, os “*EPFA Bonds*” contribuiriam, ainda, com 2 importantes entraves estruturais presentes na zona do euro. O primeiro seria o Pacto de Estabilidade e Crescimento, a adoção da proposta de Palley (2011) inclui a revogação dos limites do de Maastricht, os quais foram inclusive reforçados recentemente com a impleção do “*six pack*” (13 de Dezembro de 2011) e do “*Fiscal compact*”. O afastamento do PEC seria de extrema importância, dado que seus limites não tem meios de serem garantidos e, por si só, não antecipam nem são a variável causa dos desequilíbrios, como pode ser exemplificado pelos casos da Espanha e da Irlanda. Além do mais, o uso da política fiscal anti-cíclica, estabilizadora, seria de extrema importância, principalmente em um cenário em que a política monetária quase nada pode fazer para devolver a união monetária a uma trajetória ascendente e mais estável. No limite, apenas a modificação do PEC e o abandono dos critérios de Maastricht poderiam resolver a crise na zona do euro (Hein e Truger 2005). Mais do que isso, somente essa mudança possibilitaria o exercício do “*Big Government*” (Minsky, 1986), essencial em tempos de crise, desconectando os limites para a emissão de títulos ao PIB e vinculando-os à população (que não contrai em tempos de crise, justamente quando a economia precisa de maiores estímulos).

O segundo seria a função do “*Big Bank*” (Minsky, 1986), os “*EPFA Bonds*” seriam muito seguros por conta do banqueiro do governo e da garantia implícita do BCE, assim, o mercado desses títulos seria sempre líquido e, tanto os governos,

quanto os investidores, não temeriam uma crise de liquidez. Apesar do arranjo não ser exatamente aquele a que Minsky se referia (“*Big Bank*”), os 3 pilares das finanças públicas seriam ao menos análogos a essa importante figura estabilizadora e profilática da depressão. E a própria institucionalidade das finanças públicas traria a segurança exigida para combater o “*Moral Hazard*”.

Os “*Eurobonds*”, de um modo geral, poderiam sim ter evitado a crise da dívida soberana de ocorrer, mas não teriam prevenido os movimentos anteriores, que apenas a regulação do sistema financeiro e o combate aos desequilíbrios intrabloco poderiam coibir. Dentre as diversas propostas, como explicitado a cima, a dos “*EPFA Bonds*” é a que mais se aproxima de atacar alguns dos problemas estruturais da eurozona (acima mencionados), mas os desequilíbrios e a regulação do sistema financeiro não poderiam ser transpostos. A proposta de Palley enfrentaria melhor a crise corrente e reduziria a assimetria atual, que, com a especulação no mercado de títulos soberanos e com a impotência da política fiscal de atuar acaba se tornando ainda mais significativa (o que potencializaria um próximo possível choque).

A adoção dos “*Eurobonds*”, a destacar dos “*EPFA Bonds*”, seria claramente um passo em direção à solução da crise e da prevenção de possíveis turbulências, todavia, está longe de ser um consenso, mesmo daquelas propostas de cunho teórico mais próximo ao NCM. A chanceler alemã, Angela Merkel, se pronuncia claramente contra a adoção dos “*Eurobonds*” (“*No Euro Bonds as long as I live*”, expressão utilizada pela chanceler em junho de 2012) e a Alemanha tem grande peso nas decisões no âmbito da eurozona, tornando pouco provável a aprovação de qualquer que seja a proposta de títulos a nível europeu ao menos enquanto a chanceler governar (ou o seu partido –CDU, conservador - estiver no poder). Excluindo as razões de cunho “ideológico”, a Alemanha tem, ainda, outros motivos fortes e claros para se opor, a destacar a lucratividade pela diminuição do custo de sua dívida (IWH, 2015). Em suma, os títulos a nível europeu continuam a ser uma proposta distante de se fazer valer, ainda que em muito pudessem contribuir no contexto da UME.

Contra o ímpeto alemão, o bloco do euro poderia apenas lembrar que a força germânica seria proveniente, em grande medida, do setor externo superavitário (especialmente na zona do euro), e se os países do euro enfrentam dificuldades, seu mercado estaria também reduzido. Mas, atualmente, a estratégia exportadora alemã

não se resume ao bloco europeu e já se integra aos países emergentes, por exemplo, o que dá ainda mais poder à Alemanha, inclusive dentro do bloco europeu e em termos ideológicos.

ANEXO

QUADRO 3 - Differentiating features of the various proposals for Eurobonds

	Boonstra (2005, 2010)	De Grauwe and Moessen (2009)	Delpla and von Weizsäcker (2010)
Funding degree	Complete replacement of national markets	Eurobonds are complements to national bonds	Eurobonds are complements, but national debt is made very unattractive
Institutional set-up	Independent institution issues bonds centrally. No individual issuance by members	EU institution issues bonds, making use of existing set-up	Independent institution allocates issuance quota, countries issue themselves
Participation	Voluntary, but staying out is a bad signal (no opting out)	Voluntary, but limits on debt	Voluntary, but limits on debt and opting out is a bad signal
Calculation of rates	Based on deviation from fiscal thresholds	Based on EIB equity share	Based on market rates, different for blue and red bonds

Fonte - EIJFFINGE, 2011, p.11

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P.; BROWN, A.; SAWYER, M. (2001) *Channels of monetary policy and implications for the euro*.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. (2002) *European Integration and the "Euro Project"*, The Levy Economics Institute of Bard College

ARESTIS, P.; SAWYER, M. (2011) *The Design Faults of the Economic and Monetary Union*, Journal of Contemporary European Studies, Vol. 19, No. 1, 21-32, March 2011

BECK, T.; UHLIG, H.; WAGNER, W. (2011) *Insulating the financial sector from the European debt crisis: Eurobonds without public guarantee*

<http://www.voxeu.org/article/eurobonds-without-public-guarantees-insulating-financial-sector-european-debt-crisis>

BRUNNERMEIER, M. et. Al, (2011) *European Safe Bonds: ESBies* ,

<http://www.columbia.edu/~rr2572/papers/11-ESBies.pdf> (31 de Agosto de 2015)

COHEN, B. (2013) *The euro today: is there a tomorrow?*, Department of Political Science University of California, Santa Barbara

CUDDINGTON, J. T. (1996) *Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries*. Mimeo.

DE GRAUWE, P.; MOESEN, W. (2009) *Gains for all: a proposal for a common Eurobond*, in: Intereconomics, Vol.44, N.3, May/June, 132-135

DELPLA, J.; VON WEIZSÄCKER, J. (2011) *Eurobonds: the Blue Bond concept and its implications*. Bruegel Policy Brief 2010/03.

DULLIEN, S. (2010) *Towards a sustainable growth model for Europe: institutional framework*, Internationale Politik und Gesellschaft, 1/2010: 36-44.

DULLIEN, S. (2013) *The euro crisis: causes, outlook and lessons*, Lecture at Unicamp

DULLIEN, S. HTW Berlin; FRITZ, B. Freie Universität Berlin; MÜHLICH, L. Freie Universität Berlin (2013) *Regional Monetary Cooperation: Lessons from the Euro Crisis for Developing Areas?*, World Economic Review

EIJFFINGE, S. C. W. (2011) *Eurobonds – Concepts and Implications*, Directorate General for internal policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policies, Economic and Monetary Affairs

EUROPEAN COMMISSION (2011) *European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*. Brussels.

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

GUTTMAN, R.; PLIHON, D. (2010) *Whither the euro? History and Crisis of Europe's Single-Currency Project* (mimeo), Université Paris-Nord

HEIN, E., STOCKHAMMER, E. (2009) *A Post-Keynesian alternative to the New Consensus Model*, in: G. Fontana, M. Setterfield (eds.), *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, Basingstoke: Palgrave Macmillan

HEIN, E., TRUGER, A. (2005) *Macroeconomic Coordination as an economic policy concept opportunities and obstacles in the European Monetary Union*

HEIN, E., TRUGER, A. (2007) *Fiscal policy and macroeconomic performance in the Euro area: lessons for the future*, in: J. Bibow, A. Terzi (eds.), *Euroland and the World Economy. Global Player or Global Drag?*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

HEIN, E., TRUGER, A., VAN TREECK, T. (2012) *The European financial and economic crisis: alternative solutions from a (post-)Keynesian perspective*, in: P. Arestis, M. Sawyer (eds.), *The Euro Crisis*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

HELLWIG, C., PHILIPPON, T. (2011) *Eurobills, not Eurobonds*.

<http://voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>

ISSING, O. (2008) *The Birth of the Euro*, Chapter 2. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

KEYNES, J. M. (1996) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, São Paulo: Editora Nova Cultural.

KOPITS, G. (2001) *Fiscal Rules: Useful Policy Framework or unnecessary Ornament?* FMI Working Papers no.145.

LAVOIE, M. (2011) *Money, credit and central banks in post-keynesian economics*, in: E. Hein, E. Stockhammer (eds.), *A modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham: Edward Elgar.

LERNER, A., P. (1943) *Functional finance and federal debt*, *Social Research*, 10:38-51.

MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*, New York, NY: McGraw Hill, 2008

MULHEARN, C.; VANE, H. R. (2008): *The Euro. Its Origins, Development and Prospects*, Chapter 4 (The Euro's architecture). Cheltenham: Edward Elgar.

PALLEY, T. (2011) *Monetary Union Stability: the need for a government banker and the case for a European public finance authority*, IMK Working Paper 2/2011, Düsseldorf: Mcroeconomic Policy Institute (IMK), Hans Boeckler Foundation

SNOWDON, B., VANE, H. R. (2005) *Modern Macroeconomics: Its origin, development and current state*. Cheltenham: Edward Elgar.

Sites Consultados:

Banco Central Europeu

<http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BANCO DE PORTUGAL

<https://www.bportugal.pt/pt-PT/Paginas/inicio.aspx>

EURO-NOMICS

<http://economics.princeton.edu/>

EUROSTAT

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>