

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**HERMANN GEHLEN**

**20 ANOS DO BANCO CENTRAL EUROPEU: ANÁLISE DAS POLÍTICAS  
MONETÁRIAS DA INSTITUIÇÃO ENTRE 1998 E 2018**

**Porto Alegre**

**2022**

**HERMANN GEHLEN**

**20 ANOS DO BANCO CENTRAL EUROPEU: ANÁLISE DAS POLÍTICAS  
MONETÁRIAS DA INSTITUIÇÃO ENTRE 1998 E 2018**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Flavio Tosi Feijó

**Porto Alegre**

**2022**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Gehlen, Hermann  
20 ANOS DO BANCO CENTRAL EUROPEU: ANÁLISE DAS  
POLÍTICAS MONETÁRIAS DA INSTITUIÇÃO ENTRE 1998 E 2018  
/ Hermann Gehlen. -- 2022.  
64 f.  
Orientador: Flavio Tosi Feijó.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. Economia. 2. Crises financeiras. 3.  
Macroeconomia. 4. Política Monetária. 5. Banco Central  
Europeu. I. Feijó, Flavio Tosi, orient. II. Título.

**HERMANN GEHLEN**

**20 ANOS DO BANCO CENTRAL EUROPEU: ANÁLISE DAS POLÍTICAS  
MONETÁRIAS DA INSTITUIÇÃO ENTRE 1998 E 2018**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, 05 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Flavio Tosi Feijó – Orientador

UFRGS

---

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

UFRGS

---

Prof. Dr. Mauricio Andrade Weiss

UFRGS

## RESUMO

Esse trabalho visa analisar a formação do Banco Central Europeu, seu histórico e as políticas monetárias adotadas ao longo dos 20 anos que são objeto de estudo (1998 – 2018), tendo enfoque principalmente nos períodos posteriores à crise financeira iniciada em 2008. Sob a teoria das Áreas Monetárias Ótimas e o processo de Integração Europeia, o Banco Central Europeu surge com a missão de criar e orientar a política monetária da Zona do Euro. Inicialmente o Banco Central Europeu conseguiu manter seu foco em apenas manter a estabilidade de preços, sendo este seu objetivo primário e principal. Apesar de alguns momentos de instabilidade, o período inicial foi de relativa tranquilidade e o BCE adquiriu a credibilidade que tanto almejava para a condução da política monetária da Zona do Euro. Tudo começou a mudar após a quebra do Lehman Brothers em 2008. Depois de deflagrada no mercado americano e ter se espalhado pelo mundo, os Bancos Centrais das principais economias baixaram as taxas de juros, atingindo níveis próximos de zero em um curto espaço de tempo. Dessa forma, as medidas convencionais estavam próximas do esgotamento e novas alternativas eram necessárias para conter o avanço da crise. Os Bancos Centrais ao redor do mundo passam a adotar medidas chamadas de não convencionais. Há um debate e análise sobre a necessidade de intervenção do BCE no campo fiscal. Ao adotar medidas de flexibilização de crédito e adotando a postura de “credor de última instância” o BCE acaba fugindo de seus objetivos principais, tendo também sua independência questionada. Contudo, o sucesso nos programas e políticas adotados, que evitaram o colapso da economia europeia e da Zona do Euro, após duas crises críticas, demonstram como medidas emergenciais foram necessárias, mas, que estas não devem ser a regra para o futuro. Ao longo desses 20 anos o BCE conseguiu contornar as crises que assolaram o continente europeu, precisando recorrer a novas formas de transmitir sua política monetárias e assumindo novos papéis no comando da Zona do Euro.

**Palavras-chave:** Banco Central Europeu. Políticas Monetárias. Crises financeiras. Zona do Euro. Macroeconomia.

## ABSTRACT

This work aims to analyze the formation of the European Central Bank, its history and the monetary policies adopted over the 20 years that are the object of study (1998 - 2018), focusing mainly on the periods after the financial crisis that started in 2008. Under the theory of the Optimal Monetary Areas and the process of European Integration, the European Central Bank emerges with the mission of creating and guiding the monetary policy of the Euro Zone. Initially, the European Central Bank managed to keep its focus on just maintaining price stability, this being its primary and main objective. Despite some moments of instability, the initial period was of relative tranquility and the ECB acquired the credibility it so much desired for the conduct of monetary policy in the Euro Zone. Everything began to change after the bankruptcy of Lehman Brothers in 2008. After it broke out in the American market and spread around the world, the Central Banks of the main economies lowered interest rates, reaching levels close to zero in a short period of time. Thus, conventional measures were close to exhaustion and new alternatives were needed to contain the advance of the crisis. Central Banks around the world begin to adopt so-called unconventional measures. There is debate and analysis on the need for ECB intervention in the fiscal area. By adopting measures of credit flexibility and adopting the posture of “lender of last resort”, the ECB ends up running away from its main objectives, also having its independence questioned. However, the success of the programs and policies adopted, which avoided the collapse of the European economy and the Euro Zone, after two critical crises, demonstrate how emergency measures were necessary, but that these should not be the rule for the future. Over these 20 years, the ECB managed to circumvent the crises that ravaged the European continent, needing to resort to new ways of transmitting its monetary policy and assuming new roles in command of the Euro Zone.

**Keywords:** European Central Bank. Monetary Policies. Financial Crisis. Euro Zone. Macroeconomics.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - % da dívida pública na Zona do Euro x PIB.....	43
Gráfico 2 - Taxa de inflação na Zona do euro.....	50
Gráfico 3 - % de crescimento do PIB na Zona do Euro.....	52

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Cronologia geral da unificação econômica e monetária europeia... 18



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABSPP – Asset Backed Securities Purchase Programme  
ABS - Asset Backed Securities  
APP – Asset Purchase Programmes  
BCE – Banco Central Europeu  
BCNs – Bancos Centrais Nacionais  
CBPP – Covered Bond Purchase Programme  
CEE - Comunidade Económica Europeia  
CECA - Comunidade Europeia do Carvão e do Aço  
CSPP – Corporate Sector Purchase Programme  
DFR - Deposit Facility Rate  
EFSF – European Financial Stability Facility  
EFSM – European Financial Stabilisation Mechanism  
ESM – European Stability Mechanism  
FTO - Fine Tuning Operation  
FED – Federal Reserve  
IHCP – Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor  
IME - Instituto Monetário Europeu  
LTRO – Long-Term Refinancing Operations  
LTCM - Long-Term Capital Management  
MUS - Mecanismo Único de Supervisão  
MLF - Marginal Lending Facility  
MRO = Main Refinancing Operations  
OMT – Outright Monetary Transactions  
PELTRO - Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations  
PEPP - Pandemic Emergency Purchase Programme  
PSPP – Public Sector Purchase Programme  
SMP – Securities Markets Programme  
SEBC - Sistema Europeu de Bancos Centrais  
SME - Sistema Monetário Europeu

TAMO - Teoria das Áreas Monetárias Ótimas  
TFUE – Tratado de Funcionamento da União Europeia  
TLTRO – Target Long-Term Refinancing Operations  
UN - União Europeia  
UEM - União Económica e Monetária Europeia  
VLTRO - Very Long-Term Refinancing Operations

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>15</b>
<b>2</b>	<b>DE ROMA AO EURO: A INTEGRAÇÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA EUROPEIA SOB PERSPECTIVA HISTÓRICA</b> .....	<b>17</b>
2.1	COOPERAÇÃO PARA UNIFICAR .....	17
2.2	INTEGRAÇÃO MONETÁRIA .....	21
2.3	ASPECTOS TEÓRICOS DA INTEGRAÇÃO: AS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS .....	21
2.4	A CRIAÇÃO DA ZONA DO EURO .....	24
2.5	O BANCO CENTRAL EUROPEU .....	27
<b>2.5.1</b>	<b>Objetivos do BCE</b> .....	<b>28</b>
<b>2.5.2</b>	<b>Processo de Decisão do BCE</b> .....	<b>29</b>
2.6	POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU .....	30
<b>2.6.1</b>	<b>Política Monetária</b> .....	<b>30</b>
<b>2.6.2</b>	<b>Política de taxa de câmbio</b> .....	<b>31</b>
<b>2.6.3</b>	<b>Supervisão e regulação financeira</b> .....	<b>32</b>
2.7	ESTRUTURA OPERACIONAL DO BANCO CENTRAL EUROPEU .....	32
<b>3</b>	<b>OS 20 ANOS DO BCE: POLÍTICAS MONETÁRIAS E ATUAÇÃO FRENTE ÀS CRISES</b> .....	<b>34</b>
3.1	O PRIMEIRO CICLO DE TAXAS DE JURO DO BCE .....	34
3.2	RECUPERAÇÃO E DESEQUÍLIBRIOS CRESCENTES .....	36
3.3	A CRISE FINANCEIRA DE 2008 .....	38
3.4	A CRISE DA DÍVIDA SOBERANA EUROPEIA .....	42
3.5	RISCOS DE DEFLAÇÃO E RECUPERAÇÃO .....	47
<b>4</b>	<b>ANÁLISES EM RELAÇÃO À ATUAÇÃO DO BCE</b> .....	<b>50</b>
4.1	BCE COMO CREDOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA .....	52
4.2	FLEXIBILIZAÇÃO QUANTITATIVA .....	54
4.3	DEFLAÇÃO .....	56
4.4	POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL .....	56
<b>5</b>	<b>O BCE HOJE: A POLÍTICA DE RESPOSTA À CRISE DA COVID19</b> .....	<b>59</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>64</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>66</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A Zona do Euro foi formada para trazer maior solidez e estabilidade econômica para a região. Os ganhos previstos com a Integração Regional Monetária tem sua base na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, desenvolvida por Robert Mundell (1961) e aprofundada posteriormente, nos trabalhos de Ronald McKinnon (1963) e Peter Kenen (1969). Contudo, apesar dos ganhos iniciais com a unificação e um período de grande estabilidade à nível mundial, a crise do *subprime* reverteu a lógica e quebrou o consenso macroeconômico dominante, forçando os bancos centrais a tomarem medidas descritas como “não-convencionais”. Os problemas se intensificam em Áreas Monetárias Unificadas, pois como apontam Goodhart (1998) e De Grauwe (2013) deveria ocorrer a independência entre os tomadores de decisões das políticas fiscais e monetárias, podendo, em alguns casos, levar a medidas divergentes. A crise financeira iniciada em 2007 atingiu proporções globais rapidamente. O seu ponto de partida foi o mercado imobiliário americano. Todavia suas consequências foram e ainda são sentidas em diversos mercados ao redor do mundo. Imediatamente após o estouro da crise, os mercados globais passaram por um longo período de intensa volatilidade e incerteza, e a demanda agregada global caiu.

Na Europa, a utilização de medidas não convencionais começou em 2008 com o aumento da turbulência no mercado americano segundo Cour-Thimann e Winkler (2013). Bancos europeus estavam expostos ao mercado *subprime* dos EUA. Por isso, o Banco Central Europeu precisou agir rapidamente. Com o agravamento da crise na Europa em 2009, ficou claro que não se tratava apenas de um choque externo.

Acreditava-se que a adoção do euro ao final de 1998 fosse trazer um período de forte crescimento, em especial para os países fora do eixo central europeu, o que diminuiria as diferenças estruturais para os países mais desenvolvidos, levando a uma simetria. Porém, não foi exatamente isso que ocorreu. Reformas internas nos países centrais impediram que os demais alcançassem o mesmo nível de produtividade, o que manteve a relação de exportador de bens de capital por parte dos centrais e de exportador de bens primários por parte dos periféricos.

Após o agravamento da crise, esse fluxo de capitais teve uma redução drástica. Visto que os bancos europeus precisavam dos recursos, esse movimento provocou uma venda de diversos ativos e um aumento nos calotes. Desequilíbrios do setor bancário e privado foram transferidos para o setor público dos países periféricos, os quais já apresentavam um déficit fiscal elevado. O agravamento desse cenário em 2010 levou a uma crise da dívida soberana em países da periferia europeia e, conseqüentemente, um reforço nas medidas não convencionais adotadas pelo BCE.

O Banco Central Europeu é uma instituição chave para a condução da política monetária na União Europeia, sendo o responsável pela estabilidade de preços de um conjunto de quase 20 países em diferentes graus de desenvolvimento. E estando no coração do problema, enfrentou muitos desafios logo após sua criação. Conforme a crise foi se aprofundando e, a inicialmente crise financeira, foi se tornando a crise do Zona do Euro, o BCE enfrentou muitas mudanças e questionamentos à sua credibilidade. Nesse contexto, questiona-se: quais foram as políticas monetárias adotadas pelo Banco Central Europeu no período? Estas medidas estão de acordo com seu escopo de atuação, conforme o previsto no seu tratado de formação? Quais foram as conseqüências destas políticas?

Esse trabalho apresenta as principais medidas adotadas pelo Banco Central Europeu desde sua criação, as principais políticas não convencionais, seus efeitos para contornar as crises do *subprime* e da dívida soberana, a análise e críticas sobre essas políticas, e a mudança de comportamento e do enfoque do Banco Central Europeu ao longo do período. A metodologia utilizada é a análise descritiva de bibliografia.

Este trabalho está organizado da seguinte forma: no capítulo 2 apresenta-se a formação da instituição sob aspecto teórico e histórico, além do panorama geral de organizacional e de funcionamento do BCE; o capítulo 3 descreve as políticas adotadas pelo BCE no período entre 1998 e 2018 e seus efeitos na economia europeia, com foco nos momentos pós-crise; o capítulo 4 reúne as análises e críticas das políticas descritas no capítulo anterior e suas conseqüências para a credibilidade da instituição e contribuições para a macroeconomia global; o capítulo 5 apresenta as considerações finais do trabalho.

## **2 DE ROMA AO EURO: A INTERGRAÇÃO ECONÔMICA E MONETÁRIA EUROPEIA SOB PERSPECTIVA HISTÓRICA**

O século XX pode ser considerado como um período conturbado e de experimentação à nível mundial, principalmente no aspecto econômico. Antigos reinos, agora unificados como Estados Nação, processos de unificação e independência e duas grandes guerras, de alcance mundial, modificaram a geopolítica, as fronteiras e formas de governo. No meio disso, a economia não poderia passar ilesa. O crescimento do comércio internacional, o avanço tecnológico e da informação tornaram o mundo mais unificado e as formas de pensamento e tomadas de decisão deixaram de ser isoladas. Tudo isso resultou em um processo de “tentativa e erro”, onde os consensos macroeconômicos e o pensamento dominante mudaram conforme cada crise, guerra ou troca de poder. Inserida nesse contexto, a Europa foi centro dos principais acontecimentos, palco de confrontos bélicos, observou o posto de superpotência ser tomado pelos Estados Unidos e experimentou um longo período de incertezas. Dessa forma, logo após a Segunda Guerra Mundial, foram dados os primeiros passos para a unificação, que só ocorreria em 1993, com a criação da União Europeia e para a integração monetária, com a adoção do Euro em 1999.

### **2.1 COOPERAÇÃO PARA UNIFICAR**

Após dois grandes confrontos bélicos, na primeira metade do século XX, que tiveram o continente europeu como “palco principal”, os líderes europeus entenderam que para reconstruir era necessário deixar as diferenças culturais e conflitos territoriais de lado e começarem a cooperar, tanto no aspecto político, como no aspecto econômico. O pontapé inicial para o projeto de unificação europeu foi, segundo Padoa-Schioppa (2004), a criação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA). A tabela 1 apresenta a cronologia geral do projeto de integração europeu, destacando os principais fatos e decisões tomadas.

**Tabela 1 - Cronologia geral da unificação econômica e monetária europeia.**

Maio, 1948	Congresso de Haia.
Abril, 1951	Tratado de Paris é assinado, estabelecendo a Comunidade Europeia de Carvão e Aço (CECA).
Abril, 1952	Assinatura do Tratado estabelecendo a Comunidade Europeia de Defesa.
Agosto, 1954	Assembleia francesa falha em ratificar o Tratado da Comunidade Europeia de Defesa.
Março, 1957	Assinatura do Tratado de Roma, estabelecendo a Comunidade Econômica Europeia (CEE).
Janeiro, 1958	Início da CEE.
Maio, 1964	Um comitê de presidentes dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da CEE é formado, visando institucionalizar a cooperação entre os Bancos Centrais da região.
Julho, 1968	União aduaneira concluída.
Agosto, 1971	Fim do Sistema Bretton Woods, com a declaração de inconvertibilidade do dólar americano em ouro.
Março, 1972	Introdução da "cobra", um acordo de taxas de câmbio entre 5 países europeus ( Bélgica, França, Alemanha, Itália e Holanda).
Janeiro, 1973	Reino Unido, Dinamarca e Irlanda ingressam na Comunidade Europeia.
Abril, 1973	O Fundo Europeu de Cooperação Monetária é criado para assegurar o correto funcionamento do sistema "cobra".
Março, 1979	Início do Sistema Monetário Europeu.
Junho, 1979	Primeira eleição direta para membros do Parlamento Europeu pelo sufrágio universal.
Janeiro, 1981	Grécia torna-se membro da Comunidade Europeia.
Janeiro, 1986	Portugal e Espanha ingressam na Comunidade Europeia.
Fevereiro, 1986	Assinatura do Ato Único Europeu, que objetiva a implementação do mercado único para 1992.
Junho, 1988	Reunião do Conselho Europeu em Hannover decide que um comitê, presidido por Jacques Delors, ficará encarregado da tarefa de estudar e apresentar uma proposta para uma união econômica e monetária.

Continua

Continuação

<b>Tabela 1 - Cronologia geral da unificação econômica e monetária europeia.</b>	
Abril, 1989	O "Relatório Delors" é apresentado, com detalhes e estágios para a formação de uma União Econômica e Monetária.
Junho, 1989	O Conselho Europeu concorda com a implementação de uma União Econômica e Monetária em três estágios.
Fevereiro, 1992	Tratado de Maastricht é assinado, estabelecendo a União Europeia (EU).
Janeiro, 1993	Mercado Único Europeu é implementado.
Outubro, 1993	Frankfurt am Main é escolhida como sede do Banco Central Europeu e do Sistema Europeu de Bancos Centrais.
Dezembro, 1993	Alexandre Lamfalussy é escolhido como presidente do Instituto Monetário Europeu.
Janeiro, 1994	Estabelecimento do Instituto Monetário Europeu (IME), precursor do Banco Central Europeu.
Janeiro, 1995	Áustria, Finlândia e Suécia ingressam na União Europeia.
Junho, 1997	Conselho Europeu aprova o Pacto de Crescimento e Estabilidade.
Maior, 1998	Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Áustria, Portugal e Finlândia preenchem as condições necessárias e são considerados aptos a adotarem o Euro.
Junho, 1998	Criação do Banco Central Europeu (BCE) e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).
Janeiro, 1999	Em 1º de Janeiro o Euro é adotado como moeda oficial em 11 Estados-Membros (Belgica, Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Áustria, Portugal e Finlândia) e uma política monetária única passa a ser conduzida na Zona do Euro.
Janeiro, 2001	Grécia torna-se 12º país a adotar o Euro como moeda oficial.
Janeiro, 2002	Notas e moedas de Euros entram em circulação no mercado.
2004	Republica Tcheca, Estônia, Chipre, Letônia, Lituânia, Hungria, Malta, Polônia, Eslovênia e Eslováquia tornam-se membros da União Europeia.

Fonte: Adaptado de Padoa-Schioppa (2004) e Scheller (2006). Tradução nossa



Em 1951, França, Alemanha, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo assinaram o acordo que instituiu uma governança comum para a produção e distribuição desses insumos. A importância do acordo foi ainda maior, segundo o autor, pois pela primeira vez, após anos de conflitos, países europeus concordaram em, voluntariamente, renunciar a sua soberania em uma importante, embora limitada área comercial.

Após uma tentativa falha de criar um acordo na área de defesa, o segundo passo para a integração foi dado em 1957, quando foi assinado o Tratado de Roma, que fundava a Comunidade Econômica Europeia (CEE). O seu objetivo principal era criar um mercado comum onde mercadorias, serviços, pessoas e capital poderiam circular livremente sob regras e instituições únicas. Para Padoa-Schioppa (2004): “O Tratado de Roma se tornaria a base do processo de integração das quatro décadas seguintes e representava, na época, o ato mais importante para uma Europa unida, quase o equivalente a uma carta constitucional.

Ao longo dos próximos anos houve um rápido progresso na implementação do projeto europeu. A Comissão Europeia, o Conselho de Ministros, o Parlamento e o Tribunal de Justiça, foram criados. Foi estabelecido o método para a implementação do mercado comum, abrangendo um setor da economia de cada vez. No aspecto legislativo, foram sendo criadas e regulamentadas leis supranacionais. Conforme destaca Padoa-Schioppa (2004), a União Aduaneira foi concluída em julho de 1968, dezoito meses antes do prazo.

Já a década de 1970 foi um contraponto ao calendário avançado do fim dos anos 1960, marcada por um período de estagnação e instabilidade econômica, oriundos principalmente dos problemas de balanço de pagamento nos Estados Unidos e, conseqüentemente, do fim do sistema monetário de Bretton Woods. O ritmo de implementação de projetos diminuiu, embora pontos importantes na área política tenham sido colocados em prática, cabendo destacar a formalização do Conselho Europeu em 1974, e a eleição direta para membros do Parlamento Europeu.

Com a consolidação da paz no continente, e a comunidade europeia se fortalecendo (ao longo dos anos 1970 e 1980, cinco países e mais o Reino Unido tornaram-se membros), a atenção dos governantes voltou-se para o aspecto monetário da integração.

## 2.2 INTEGRAÇÃO MONETÁRIA

Os "fundadores" da Europa, que negociaram o Tratados de Roma, não se debruçaram sobre a ideia de uma moeda comum, segundo Padoa-Schioppa (2004). Inicialmente, os objetivos iniciais da Comunidade Econômica Europeia (CEE) limitaram-se em grande medida à realização de uma união aduaneira e de um mercado agrícola comum, ao que não era necessário exigir a integração monetária. Além disso, continua o autor, na época, seus membros faziam parte do Sistema Monetário de Bretton Woods. As taxas de câmbio eram fixas, mas com base no dólar, e permaneceram estáveis durante boa parte da década de 1960. Esse ambiente de estabilidade cambial foi interrompido no início anos 1970 quando os Estados Unidos anunciaram, unilateralmente, o fim da conversibilidade do dólar em ouro, levando o Sistema monetário de Bretton Woods ao colapso.

Após o fim deste mecanismo, alguns países europeus adotaram o sistema "Serpente", que consistia em um acordo de taxas de câmbio entre os signatários. Contudo, o acordo, além de limitado a apenas cinco países (Bélgica, França, Alemanha, Holanda e Itália), não era efetivo, em termos de segurança, em momentos de instabilidade fiscal ou surtos inflacionários. Além disso, teorias desenvolvidas ao longo da década de 1960 apontavam para ganhos em áreas que adotassem uma moeda única, independentemente de fronteiras políticas, e algumas condições básicas. Essas condições incluíam, entre outros, a mobilidade dos fatores de produção (trabalho e capital), preços e salários, abertura econômica e diversificação na produção. Dessa forma, suscitou dentro da Europa, o debate para uma integração regional monetária.

## 2.3 ASPECTOS TEÓRICOS DA INTEGRAÇÃO: A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

A Integração Regional Monetária tem sua base na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO), desenvolvida por Robert Mundell (1961) e aprofundada posteriormente, nos trabalhos de Ronald McKinnon (1963) e Peter Kenen (1969). A

Teoria, inicialmente, prevê que taxas de câmbio fixas são mais adequadas para áreas intimamente integradas, tanto no aspecto geográfico, quanto no comércio internacional, e pelo movimento dos fatores, gera ganhos de eficiência, por exemplo, o ganho por evitar a incerteza, no cálculo e nos custos de transação, inerentes à flutuação das taxas cambiais, em regiões próximas. Esse ganho é maior, quanto maior for o grau de integração econômica com os demais países da área da taxa de câmbio fixa.

A TAMO também defende que, em uma área monetária ótima, é possível manter taxas de câmbio fixas sem gerar desemprego e desequilíbrios. Para que isto ocorra, é necessário que haja uma grande mobilidade dos fatores de produção, assim, eventuais desajustes em um país, seriam rapidamente combatidos pelo grupo de países, sem comprometer interesses nacionais específicos.

Portanto, a mobilidade dos fatores de produção deve ser diretamente proporcional as divergências econômicas existentes entre os países integrados, permitindo, dessa forma, uma suavização desses desequilíbrios e uma convergência de crescimento à nível regional.

O trabalho de Mundell (1961) enfatiza principalmente, a mobilidade de fatores como a força de trabalho e a flexibilidade dos preços e salários como estabilizadores econômicos, ao invés de taxas de câmbio flutuantes. Numa união monetária, de acordo com Mundell, essas duas condições do mercado de trabalho seriam suficientes para restabelecer o equilíbrio entre as economias, bastaria apenas uma onda migratória dos trabalhadores entre os países com diferentes taxas de desemprego, e os ajustes ocorreriam naturalmente.

No entanto, existem outras variáveis a serem consideradas ao abordar a viabilidade de uma união monetária.

O estudo de McKinnon (1963) enfoca a abertura das economias postulantes à unificação. O autor defende que diante de um alto grau de abertura comercial, uma variação nos preços externos seria mais facilmente transmitida para variáveis internas, tais como o custo de vida. Assim, as variáveis preço e salário sofreriam reflexos em eventuais mudanças nas taxas de câmbio. Dessa forma, segundo o autor, o câmbio teria pouco alcance como estabilizador das variáveis reais da economia, apenas em seus aspectos nominais. Ainda de acordo com McKinnon (1963), esse tipo de economia

deveria buscar alternativas, como forma de mudança no aspecto real das variáveis, como a política fiscal, por exemplo. Dessa forma, estariam mais próximas de fixarem suas taxas de câmbio, e conseqüentemente, fazendo crescer a probabilidade de aderirem a zona de integração.

Já o trabalho de Kenen (1969) introduz outra variável, a produção diversificada. Segundo o autor, se uma economia é pouco diversificada, ela é, portanto, dependente da demanda de seus produtos de exportação, fazendo-se necessário um instrumento de depreciação cambial quando esta economia é atingida por uma variação negativa da demanda.

Sem este mecanismo, o ajuste se daria pela diminuição dos salários ou pelo crescimento nas taxas de desemprego. A solução em uma área integrada, portanto, seria a amplificação da diversificação na produção e, em consequência, na sua pauta de exportações. Ele argumenta que, os benefícios da moeda única seriam maiores que os malefícios da perda da flexibilidade cambial. Contudo, Kenen (1969) pondera que se um choque de oferta atingisse a área monetariamente integrada, uma política fiscal conjunta seria necessária para mitigar seus efeitos.

A necessidade de uma política fiscal integrada é o ponto de partida para os críticos da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas formularem suas ideias.

Seja por aspectos teóricos ou por análise de economias de áreas integradas, os críticos da TAMO baseiam-se inicialmente na questão da perda de autonomia para manter a estabilidade econômica. Esta surge, porque o país que ingressa abre mão de sua capacidade de usar a taxa de câmbio e a política monetária com o propósito de estabilizar o produto e o emprego.

Goodhart (1998) aponta que o “divórcio” entre as políticas fiscais e monetárias pode ser prejudicial para uma área monetária integrada. Há a necessidade de que as políticas se encaminhem para um mesmo objetivo, o que nem sempre ocorre quando os tomadores de decisão, responsáveis por cada uma das políticas, são autoridades independentes, o que é o caso, por exemplo, do Banco Central Europeu e os governantes de cada país.

Sob outro aspecto, De Grauwe (2013) aponta a fragilidade de uma união monetária pelo lado do estado. Ao emitir títulos da dívida em moeda “estrangeira”, ou

seja, sob as quais o país não têm o controle de emissão, ele não consegue apresentar garantias de liquidez desses títulos, ficando sujeito a riscos “externos”.

Além disso, um grupo heterogêneo de países apresentam divergências em suas prioridades, por exemplo, a escolha entre inflação e desemprego ou em características do mercado de trabalho. Essas diferenças podem pesar na decisão de ingressar em uma área monetária unificada.

## 2.4 A CRIAÇÃO DA ZONA DO EURO

Segundo Scheller (2006) somente em março de 1979, após tentativas anteriores fracassarem, que o processo de integração monetária foi lançado, ainda que timidamente, com a criação do Sistema Monetário Europeu (SME). Já em 1986 foi assinado o Ato Único Europeu, que alterava o Tratado de Roma visando o mercado único, ao longo dos próximos anos. O objetivo principal era forçar a convergência das políticas econômicas dos Estados-Membros, através de uma forte integração, e assim, garantir um crescimento regional sustentável e uniforme. A unificação monetária também virou aspecto fundamental no mercado único, pois evitaria o risco cambial e a instabilidade de preços. Desse modo, foi lançado em 1988 o projeto da União Econômica e Monetária Europeia (UEM). O Conselho Europeu definiu que um comitê presidido por Jacques Delors, Presidente da Comissão Europeia, iria propor "etapas" que conduziriam à UEM.

No ano seguinte, foi publicado o estudo “One Market, One Money” da Comissão Europeia (1990), que analisava e media, a partir de modelos, possíveis benefícios e custos da formação de uma área de unificação econômica e monetária. Segundo este documento, choques assimétricos de demanda tendem a ocorrer com menor frequência em uniões monetárias. Para a Comissão Europeia, o comércio entre os países europeus industriais é baseado em economias de escala e produtos diferenciados tendem a levar a uma estrutura de comércio onde os países compram e vendem os mesmos produtos de categorias similares. Choques de demanda tendem a ser simétricos e, portanto, um eventual choque de demanda se espalharia de forma mais suave pela região. Além disso, o estudo avalia que a integração econômica tornaria as

fronteiras cada vez mais irrelevantes como fatores de determinação da localização das atividades econômicas.

O "Relatório Delors", publicado ainda naquele ano, recomendava que a união econômica e monetária fosse alcançada em três fases:

- Período de convergência entre as políticas econômicas dos Estados-Membros e aumento da cooperação monetária;
- Período de transição, necessário para a regulamentação, adaptação e criação de órgãos;
- Período de implementação das novas leis, políticas e da moeda única.

Poucos meses depois, o Conselho Europeu aprovou o plano detalhado no 'Relatório Delors' e a instalação da União Economia e Monetária (UEM).

Segundo Padoa-Schioppa (2004), a decisão de substituir as moedas nacionais com uma única europeia foi, talvez, o passo mais avançado na longa história da integração europeia. Na opinião do autor, juntamente com um exército, a moeda é a expressão mais importante da soberania nacional.

Outro fator histórico ponderou a decisão dos líderes europeus. Em novembro de 1989 ocorreu a queda do Muro de Berlim e, posteriormente a reunificação da Alemanha, retirando um possível entrave à criação da área monetária, tendo em vista que o governo alemão ocidental era a favor da moeda única.

Em 7 de fevereiro de 1992, foi assinado em Maastricht, o Tratado da União Europeia que a estabeleceu e alterou os tratados de fundação da Comunidade Europeia. As alterações acrescentaram, entre outros, um novo capítulo sobre a política econômica e monetária, que estabeleceram as bases da UEM e um cronograma para sua realização. O mercado europeu passou de mercado "comum" para mercado "único".

Na sequência da assinatura do Tratado, e em simultâneo com o processo de ratificação, o SME sofreu com crises cambiais, vendo-se obrigado a afrouxar regras e permitir maiores flutuações. Enquanto isso os requisitos macroeconômicos estabelecidos para a adesão à moeda única foram adotados naturalmente pelos mercados e governantes europeus. O Instituto Monetário Europeu (IME), foi criado em 1994, em Frankfurt, como antecessor do Banco Central Europeu (BCE), nesse período

foi decidido que o Euro entraria em vigor a partir, 1 de janeiro de 1999, com as conversões para o Euro fixas e a adoção da política monetária única, contudo as notas só entrariam em circulação em 2002.

Scheller (2006) destaca que a adesão à União Europeia não implica automaticamente participação na Zona do Euro. Para a adoção da moeda única o Estado-Membro necessita preencher as condições necessárias: um elevado grau de convergência sustentável (convergência econômica) e a compatibilidade da legislação nacional com as disposições do Tratado relativas à UEM (convergência jurídica).

Nos termos do inciso nº 1 do artigo 121º do Tratado da UE, a realização de um elevado grau de convergência econômica sustentável é avaliada com base nos seguintes critérios:

- um alto grau de estabilidade de preços;
- a sustentabilidade da posição financeira do governo;
- a observância das margens de flutuação normais previstas pelo mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu durante pelo menos dois anos;
- a durabilidade da convergência alcançada pelo Estado-Membro e a sua participação no mecanismo de taxa de câmbio do Sistema Monetário Europeu, conforme refletido nos níveis de taxa de juros de longo prazo.

A exigência de convergência legal obriga cada Estado-Membro a adaptar a legislação nacional para assegurar a independência do respectivo Banco Central Nacional e integrá-lo ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).

A Comissão Europeia e o BCE avaliam de forma independente a convergência econômica e jurídica e relatam as suas conclusões ao Conselho da UE, que tem a decisão final. (Scheller, 2006)

Além disso, ao assinarem o Tratado de Maastricht, os postulantes à União Monetária precisavam estar de dentro das condições previstas no Pacto de Crescimento e Estabilidade, que limitava o déficit governamental a 3% do PIB e a dívida pública a 60% do PIB ou se encaminhando para alcançarem estes níveis em um ritmo satisfatório.

## 2.5 O BANCO CENTRAL EUROPEU

O Banco Central Europeu, juntamente com a moeda única, o Euro, são os elementos centrais da União Econômica e Monetária (UEM). As políticas monetárias e cambiais dos países membros, que pertenciam aos Bancos Centrais Nacionais, até o surgimento do Euro, estão nas mãos do Banco Central Europeu desde sua criação. Os trabalhos de Scheller (2006) e De Grauwe (2009) são a base para o estudo dos aspectos teóricos do Banco Central Europeu.

O BCE foi projetado com base no Banco Central Alemão. Após a Segunda Guerra Mundial, havia dois principais modelos de atuação dos bancos centrais: o modelo anglo-francês e o modelo alemão. As principais diferenças entre os mesmos são relacionadas com seus objetivos e o desenho institucional de suas políticas. (Scheller, 2006)

Em relação ao desenho institucional de um banco central, o modelo anglo-francês baseia-se na relação de dependência política dos governos, enquanto o modelo alemão foi construído em torno da autonomia. Variações nas taxas de juros no modelo anglo-francês são correlacionadas às opções do governo sobre a política econômica, enquanto no modelo alemão, o Banco Central tem o poder de fazer exclusivamente suas próprias decisões.

Portanto, prossegue Scheller (2006), no modelo alemão, o Banco Central tem no combate à inflação seu enfoque principal, enquanto o modelo anglo-francês divide-se na busca por: estabilidade financeira e de preços, crescimento econômico e baixas taxas de desemprego. A estabilidade de preços no modelo alemão, apesar de não ser seu único objetivo, não pode ser prejudicada pelos outros, ou seja, os demais objetivos podem ser perseguidos, desde que não a ameacem. Este objetivo foi especificamente contemplado, juntamente com o princípio da independência do Banco Central, nos estatutos do BCE e transpostos para o Tratado da União Europeia.

De Grauwe (2009) procura identificar as razões pelas quais o modelo alemão foi escolhido em detrimento do modelo anglo-francês. Ele aponta duas razões principais, uma no aspecto teórico, expressa pela prevalência de ideias monetaristas naquele período, e outra relacionada com o papel da Alemanha no processo de integração



Europeu. Segundo o autor, enquanto ideais keynesianos foram muito populares nos tempos que seguiram à Segunda Guerra Mundial, seus principais paradigmas estavam em baixa, devido ao choque do petróleo e à consequente instabilidade da década de 1970. Em contrapartida, as teorias monetaristas eram muito populares na década de 1980, especialmente no sistema financeiro europeu. A abordagem monetarista refere-se à inflação como um problema que deve ser constantemente combatido pelos Bancos Centrais. A independência da autoridade monetária começa a entrar em evidência, pois somente com autonomia monetária poderiam ser evitados choques inflacionários, oriundos de políticas expansionistas. Quando um governo age para reduzir o desemprego ou amplia seus gastos visando eleições, são esperadas tensões inflacionárias, de modo que os bancos centrais devem ser independentes para evitar ou minimizar os efeitos negativos dessas ações.

A segunda razão, apontada por De Grauwe (2009), é relacionada com o importante papel da Alemanha no processo de integração e na União Europeia. De acordo com o autor, o governo alemão manifestou, claramente, que o BCE deveria ser ainda mais independente do que o Banco Central Alemão, como condição básica para se juntar à UEM. Essa condição foi imposta, principalmente, porque a Alemanha passaria a enfrentar um risco de inflação mais elevado, de modo que este risco tinha que ser minimizado pela atuação de um Banco Central Europeu fortemente independente, que viesse a dar prioridade absoluta à estabilidade dos preços.

De Grauwe (2009) argumenta ainda, que para além do controle da inflação os outros objetivos são relativamente vagos, embora, eles tenham sido posteriormente incluídos nos estatutos do BCE.

### **2.5.1 Objetivos do BCE**

Conforme discutido anteriormente, os objetivos do BCE estão estabelecidos no Tratado da União Europeia e são apresentados em Scheller (2006).

O artigo 105 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia diz que:

"1. O objetivo primordial do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é a manutenção da estabilidade dos preços. Sem prejuízo deste, o SEBC apoiará as políticas econômicas gerais na União, com vista a contribuir para a realização de seus

objetivos previstos no artigo 2 do Tratado da União Europeia. O SEBC atuará de conformidade com o princípio de uma economia de mercado aberta e de livre concorrência, favorecendo uma repartição eficaz dos recursos, e em conformidade com os princípios estabelecidos no artigo 4."<sup>1</sup> (Scheller, 2006, p. 172)

Artigo 2 do Tratado da União Europeia:

"A União estabelece um mercado interno. Deve trabalhar para o sustentável desenvolvimento da Europa, baseado em crescimento econômico equilibrado e na estabilidade dos preços, uma economia social de mercado altamente competitiva, visando o pleno emprego e progresso social, um elevado nível de proteção e melhoria da qualidade do meio ambiente. Deve promover o progresso científico e tecnológico. A União combate a exclusão social e as discriminações e promove a justiça social, a proteção, a igualdade entre mulheres e homens, a solidariedade entre as gerações e proteção dos direitos da criança. Deve promover a coesão econômica, social e territorial, e a solidariedade entre Estados-Membros. A União respeita a riqueza da sua diversidade cultural e linguística, e devem assegurar que a Europa do patrimônio cultural seja salvaguardada e reforçada."<sup>2</sup> (Scheller, 2006, p. 166).

Para De Grauwe (2009), fica muito claro que a manutenção da estabilidade de preços é missão principal do BCE, e embora "o crescimento econômico equilibrado", "o pleno emprego e o progresso social" sejam mencionados como objetivo nos Tratados, estes não podem "prejudicar" o objetivo principal.

O autor também considera o BCE mais conservador que o dos EUA, o Federal Reserve, porque dá mais importância ao controle da inflação e negligência exportações e estabilização do emprego.

### **2.5.2 Processo de decisão do BCE**

Scheller (2006) demonstra a formação de decisão na Zona do Euro. O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é formado pelo BCE e Bancos Centrais Nacionais dos Estados-membros da União Econômica e Monetária. O BCE tem um Conselho Executivo e um Conselho de Administração. O Conselho Executivo é formado por seis

---

<sup>1</sup> Do original em inglês (tradução nossa).

<sup>2</sup> Do original, em inglês (tradução nossa).

membros e é responsável por implementar as decisões de política monetária tomadas pelo Conselho Administrativo, dando instruções aos Bancos Centrais Nacionais e também definindo a agenda para as reuniões do Conselho de Administração. O Conselho de Administração é formado pelos 18 presidentes dos bancos centrais nacionais da UEM e os seis membros do conselho executivo. O Conselho Administrativo do BCE é o principal tomador de decisão da Zona do Euro, e define a política monetária (juros, taxas, liquidez). Os presidentes dos Bancos Centrais reúnem-se a cada duas semanas em Frankfurt, e cada um dos membros do Conselho tem um voto (24 votos no total), sendo que cada voto tem o mesmo peso. Os Tratados que regem a UEM determinam que membros do Conselho do BCE, ao tomar alguma decisão, devem visar sempre os melhores interesses da Zona do Euro e não interesses nacionais.

De Grauwe (2009) discute a assimetria do sistema, uma vez que os Bancos Centrais Nacionais possuem ampla maioria no Conselho de Administração. Ele acredita que o crescimento da Zona do Euro e, conseqüentemente, a adição de novos Bancos Centrais Nacionais junto ao Conselho do BCE, pode acarretar em problemas, se os presidentes tentarem votar junto em determinada pauta, visando possível beneficiamento a determinada região ou em situação pontuais. A maioria das decisões do Conselho do BCE é tomada por maioria simples, a unanimidade é necessária somente em casos de alterações dos Estatutos do SEBC.

## 2.6 POLÍTICAS DO BANCO CENTRAL EUROPEU

### 2.6.1 Política Monetária

Para conduzir a sua política monetária, o BCE precisa quantificar o seu objeto. Foi definido, pelo Conselho de Administração do BCE, inicialmente "um aumento anual, em Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC), para a área do Euro inferior a 2%". Essa definição gerou controvérsia, segundo Scheller (2006), porque só tinha um limite máximo, levando a preocupações com riscos de deflação (taxa de inflação negativa). Por isso, em 2003, o BCE ampliou a definição original de estabilidade de

preços, declarando "que visa manter as taxas de inflação abaixo, mas próximas, de 2% no médio prazo".

Ainda segundo o autor, o BCE desenvolveu uma estratégia em duas frentes para alcançar seu alvo. A primeira é a análise econômica, que envolve uma ampla pesquisa de expectativas para as variações de preços com base em indicadores como a taxa de câmbio, o balanço de pagamentos, índices de preços, demanda no mercado de trabalho, condições de produção global, política fiscal e mercados financeiros. Essa análise econômica fornece informações sobre a dinâmica e possíveis choques em nível mundial. A segunda frente da estratégia é uma análise monetária, com base no pressuposto de que o aumento da base monetária e a inflação estão conectados no médio e longo prazo.

Operações de mercado aberto são um dos principais instrumentos para a política monetária do BCE, segundo De Grauwe (2009). Elas envolvem a compra e venda de títulos para expandir ou retrain a liquidez. Compra de títulos injeta dinheiro no sistema bancário e estimula o crescimento, enquanto as vendas de títulos fazem o oposto. O BCE fornece liquidez, mas exige garantia das instituições financeiras, sob a forma de ativos elegíveis. Para o BCE, a elegibilidade dos ativos transacionáveis é definida pela classificação de crédito, e a elegibilidade dos ativos intangíveis é definida pela classificação de avaliação de risco de sistema da Zona do Euro.

### **2.6.2 Política de taxa de câmbio**

A criação do Euro implicou que todos os países da UEM tenham uma moeda única e uma única taxa de câmbio. Para Scheller (2006), antes da criação da Zona do Euro, a taxa de câmbio de cada país tinha um papel muito importante em suas economias. Perder o poder sobre a política da taxa de câmbio foi um dos maiores custos de adesão ao Euro.

Scheller (2006) relata que no final da década de 1990 as taxas de câmbio nacionais dos futuros Estados-membros foram corrigidas. Para evitar riscos financeiros relacionados à especulação, as autoridades europeias, na época, decidiram anunciar a conversão fixa nominal de cada moeda nacional. Essa decisão garantiu o intercâmbio

Europeu e a estabilidade dos mercados. A união monetária real só teve lugar quando o Euro foi colocado em circulação e as moedas nacionais foram retiradas, em 2002.

Após esses procedimentos, os países da UEM adotaram um regime de taxas de câmbio flexíveis, o que significa que os mercados financeiros agora definiriam o valor externo da moeda.

### **2.6.3 Supervisão e regulação financeira**

A supervisão e regulação bancária e financeira haviam sido decididas na Segunda Diretiva Bancária da Comissão Europeia em 1989. Este documento definiu, além dos princípios bancários, que a supervisão e regulamentação financeira seria de responsabilidade das autoridades nacionais onde os bancos têm suas sedes. A estabilidade financeira dos bancos é de responsabilidade do país onde as operações ocorrem. Contudo, em uma economia globalizada, bancos não funcionam somente em seus países de origem, além disso, o sistema tem evoluído para além das fronteiras europeias.

Como os bancos estão dispersos pelo mundo inteiro, as autoridades nacionais de supervisão deveriam trocar informação, o que nem sempre ocorre. (SCHELLER, 2006).

## **2.7 A ESTRUTURA OPERACIONAL DO BCE**

O Tratado que criava a União Monetária definia a estabilidade de preços como objetivo primário da política monetária na Zona do Euro. Dessa forma, o BCE logo desenvolveu uma estratégia de política monetária com o intuito de prover uma base sólida para a condução e comunicação da política monetária que perseguiria a estabilidade de preços. Também desenvolveu em seus estágios iniciais uma estrutura operacional para a implementação das decisões dessas políticas monetárias.

Além da necessidade de estar pronto para ser operacionalizado a partir do primeiro dia, havia ainda dois desafios para atingir o sucesso da nova moeda. A primeira era criar o mais rápido possível a credibilidade da nova instituição responsável pela manutenção de preços. Uma alta credibilidade no estágio inicial da operação

facilitaria a transição para a UEM. O segundo desafio era garantir uma abordagem consistente e sistemática para a condução da política monetária em um ambiente econômico incerto, com a mudança do regime padrão e onde os Bancos Centrais Nacionais, que procederam o Eurossistema possuíam diferentes estruturas e tradições.

A solidez na credibilidade e na comunicação passou a ser um importante princípio para à criação do *design* das novas estratégias, frente à incerteza e heterogeneidade dos países integrantes. Em resposta a estes dois desafios, três componentes principais foram desenvolvidos inicialmente:

**- A definição quantitativa da estabilidade de preços:**

Em dez 1998, o conselho de política do BCE adotou a definição quantitativa de estabilidade de preços como sendo “definida como um aumento anual nos Índices Harmonizados de Preços ao Consumidor para a Zona do Euro como inferior, mas próxima a 2%”. Essa definição foca na Zona do Euro como um todo, refletindo o fato de que em uma união monetária a política monetária não pode ser dedicada a taxa de países específicos. Outro ponto importante, foi de que a estabilidade de preços deve ser mantida em um termo médio. Como as políticas monetárias afetam o desenvolvimento dos preços em um certo período futuro de tempo, seria impossível manter uma taxa específica e pré-definida de inflação a todo momento, ou trazer este número imediatamente para a faixa desejada em um curto prazo.

**- A estrutura de dois pilares:**

Na formulação original, os “dois pilares” da estratégia foram descritos como i) um papel de destaque para a moeda, e ii) uma avaliação ampla das perspectivas de evolução dos preços e dos riscos para a estabilidade de preços no conjunto da Zona do Euro, que incluía projeções macroeconômicas. A estrutura de dois pilares foi uma característica única da estratégia de política monetária do BCE e vista como uma resposta aos desafios descritos acima. O papel proeminente da moeda, por exemplo, ajudaria o BCE a ganhar rapidamente credibilidade ao tomar emprestado alguns dos elementos da estratégia de política monetária orientada para a estabilidade de outros bancos centrais nacionais, como o alemão.

### **- Comunicação e responsabilidade**

Legalmente, o BCE é um dos bancos centrais mais independentes do mundo.

A sua independência não resulta simplesmente do direito interno, mas baseia-se num tratado internacional (o Tratado da União Europeia). Alterar este tratado exigiria o acordo de todos os países signatários. A transparência e a comunicação clara são um complemento natural para uma forte independência, pois facilita a responsabilização do Banco Central, que por sua vez é um elemento-chave para manter o apoio político ao mais alto grau de independência. A comunicação clara também é importante para uma condução eficaz da política monetária, pois ajuda a ancorar as expectativas de inflação, reduzindo a incerteza induzida pela atuação política e tornando mais eficaz o processo de transmissão das decisões de política monetária.

## **3 OS 20 ANOS DO BCE: POLÍTICAS MONETÁRIAS E ATUAÇÃO FRENTE ÀS CRISES**

As políticas monetárias do Banco Central Europeu são descritas e analisadas em quatro fases, conforme Hartmann & Smets (2018).

### **3.1 O PRIMEIRO CICLO DE TAXAS DE JUROS DO BCE**

Em janeiro de 1999, as ondas das crises financeiras na Ásia em 1997 e na Rússia em agosto de 1998, juntamente com o quase colapso do fundo de *hedge* LTCM<sup>3</sup> em setembro de 1998, ainda eram visíveis com uma alta volatilidade nos mercados financeiros. O elevado nível de incerteza diminuía a perspectiva de crescimento económico na Zona do Euro. Em 3 de dezembro de 1998, todos os Bancos Centrais Nacionais (BCNs) da Zona do Euro, em comum acordo, tinham baixado as suas principais taxas de juro para 3%, o que de fato determinou o nível das taxas de juro de curto prazo com que o BCE iniciou seu funcionamento.

As taxas de inflação foram muito baixas para os padrões históricos (abaixo de 1%) e significativamente abaixo do teto da definição de estabilidade de preços do BCE

---

<sup>3</sup> LTCM: Long-Term Capital Management, um fundo hedge dissolvido no início dos anos 2000.

em meio a sinais emergentes de uma forte desaceleração econômica, que não viria a se confirmar posteriormente. Dessa forma, o Conselho do BCE reduziu a taxa principal (Main Refinancing Operations – MRO) em 0.50 pontos base em 8 de abril de 1999, passando de 3,0% para 2,5%.

No entanto, como os aumentos acentuados dos preços do petróleo e um aumento geral dos preços das importações começaram a exercer pressão ascendente sobre os preços no curto prazo, no contexto de um crescimento econômico robusto, os riscos de efeitos indiretos e de segunda ordem sobre a inflação dos preços ao consumidor aumentou significativamente ao longo de 2000. Estas preocupações foram agravadas por uma tendência de depreciação do Euro, especialmente no segundo semestre de 2000. A atividade econômica na zona do Euro expandiu-se muito rapidamente no início de 2000, situando-se acima de uma taxa de crescimento de 4%, e com perspectiva de manter esta tendência positiva.

Neste contexto, o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro principais do BCE em 2.25 pontos base em uma série de aumentos das taxas de juros entre novembro de 1999 e outubro de 2000, levando a principal taxa básica a um nível de 4,75% em outubro de 2000.

A partir de 2001, as perspectivas de crescimento econômico deterioraram-se na sequência de graves choques que atingiram a economia mundial e os mercados financeiros globais: o colapso da bolha das pontocom e escândalos empresariais associados, os ataques terroristas nos Estados Unidos em 11 de setembro de 2001 e a escalada das tensões geopolíticas relacionadas ao Iraque, que aumentaram o grau de incerteza econômica e minaram a confiança.

Globalmente, o crescimento econômico na Zona do Euro tornou-se bastante fraco em 2002 e este desempenho não se alterou fundamentalmente em 2003. Inicialmente, a inflação homóloga do IHPC voltou a aumentar em 2000 e no primeiro semestre de 2001, apesar de uma queda acentuada dos preços do petróleo e uma apreciação significativa do Euro no período. A inflação média anual medida pelo IHPC manteve-se ligeiramente acima de 2% entre 2000 e o primeiro semestre de 2003, no entanto, este aumento não foi interpretado como implicando riscos para a estabilidade de preços a médio e longo prazo, uma vez que se deveu principalmente a mudanças



consideráveis nas carteiras de investidores privados e da correção do mercado de ações global e dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. Esta avaliação foi suportada pelo fato de o crescimento do crédito ao setor privado ter continuado a diminuir.

Neste período, o Conselho do BCE baixou as taxas de juro principais em 2.75 pontos base. Isso incluiu um corte conjunto de 0.50 pontos base coordenado com o FED dos EUA em 13 de setembro de 2001 em resposta aos efeitos adversos de confiança dos ataques terroristas dos EUA.

Globalmente, o primeiro ciclo de taxas de juro do BCE pode ser considerado um primeiro teste de sucesso da credibilidade anti-inflação do BCE, uma vez que a taxa de câmbio do Euro se desvalorizou – apenas interrompida por intervenções cambiais pontuais.

### 3.2 RECUPERAÇÃO E DESEQUÍLBRIOS CRESCENTES

A partir de junho de 2003, o BCE manteve as taxas de juros estáveis por dois anos e meio. Assim, a decisão anterior de baixá-la para um nível historicamente baixo de 2,0% alimentou a recuperação econômica por um bom tempo. O quadro geral da atividade econômica melhorou durante o segundo semestre de 2003, quando as exportações da área do Euro aumentaram significativamente em resultado do renovado dinamismo da economia mundial.

A recuperação da atividade econômica abrandou ligeiramente no segundo semestre de 2004 e no primeiro semestre de 2005, em parte devido a choques nos preços do petróleo, no entanto, no segundo semestre de 2005, voltou a ganhar dinamismo. Do lado dos preços, a inflação medida pelo IHPC não caiu de forma tão rápida e forte como anteriormente esperado, em grande parte devido à evolução adversa dos preços dos produtos alimentares e ao petróleo mais elevado do que o esperado.

À medida que 2005 avançava, a análise econômica sugeria que os riscos ascendentes estavam presentes para a estabilidade de preços em horizontes de médios a mais longo, mas dessa vez devido ao dinamismo renovado da economia da

Zona do Euro, em vez de mudanças no setor privado (como entre 2001 e 2003). Em resposta, o BCE começou a aumentar a sua taxa a partir de dezembro de 2005 num total de 2.00 pontos base para um nível de 4% até o final de junho de 2007.

A expansão econômica ganhou força no primeiro semestre de 2006 e tornou-se gradualmente mais ampla e autossustentável, tendo à demanda interna como principal motor. Apesar do impacto dos preços do petróleo elevados e voláteis, o PIB real aumentou 2,8% em 2006, em comparação com 1,6% em 2005 e 2,1% em 2004 e continuou a crescer a uma taxa sólida de 2,7% em 2007. No que respeita aos preços, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se ligeiramente acima de 2% em 2006 e 2007, principalmente impulsionada pela demanda interna, uma vez que a evolução da inflação subjacente esteve largamente em linha com o objetivo do BCE. A expansão monetária e do crédito tornou-se cada vez mais vigorosa ao longo desta fase, apoiada por um crescimento persistentemente forte dos empréstimos bancários ao setor privado.

A turbulência financeira eclodiu pela primeira vez na Europa com o surgimento de tensões no mercado monetário em 9 de agosto de 2007, após o anúncio de que vários fundos de investimento tiveram que fechar, pois não podiam mais valorizar suas carteiras devido à falta de liquidez dos mercados ABS<sup>4</sup>.

Reagindo imediatamente em 9 de agosto com uma operação de ajuste noturno (Fine Tuning Operation - FTO) de taxa fixa que atribuiu a demanda total de €95 bilhões às contrapartes, o BCE foi o primeiro grande banco central a responder à turbulência. Nos meses seguintes mais uma série de medidas operacionais para lidar com as perturbações do mercado monetário do Euro foram colocadas em prática, incluindo novas FTOs, período intra-manutenção *frontloading*<sup>5</sup> e uma extensão relativa do perfil de maturidade das operações de mercado agregado.

---

<sup>4</sup> ABS: Asset Backed Security: Um título garantido por ativos (ABS) é um tipo de investimento financeiro que é garantido por um conjunto adjacente de ativos, geralmente aqueles que geram um fluxo de caixa de dívida, como empréstimos, arrendamentos, saldos de cartão de crédito ou recebíveis.

<sup>5</sup> Fornecimento de liquidez muito amplo no início de cada período de manutenção de reservas, que então se esgota até final de cada período de manutenção.

No entanto, em linha com o princípio da separação, as medidas foram concebidas para manter inalterada a orientação geral da política monetária. Na segunda quinzena de dezembro de 2007, o BCE também uniu forças com o FED, fornecendo liquidez em dólares americanos às contrapartes do Eurossistema por meio de um acordo de *swap*. Apesar destas dificuldades, não ocorreram falências de grandes bancos na área do Euro durante este período.

Com o advento da turbulência financeira, as perspectivas para a atividade econômica futura tornaram-se nebulosas e o balanço de riscos para as perspectivas de crescimento pendeu para o lado negativo. No entanto, o crescimento da Zona do Euro manteve-se durante algum tempo acima de 2%, a rentabilidade das empresas sustentada, e a taxa de desemprego caindo para 7,4%. Paralelamente, a inflação aumentou acentuadamente no final de 2007, atingindo níveis significativamente superiores a 2% (acima de 3% ainda no mesmo ano e acima de 4% no verão de 2008), impulsionada em grande parte pela disparada de preço de *commodities*. Embora a evolução salarial moderada e as expectativas de inflação de médio a mais longo prazo dentro do previsto tenham ajudado a atenuar as pressões inflacionárias, os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo foram ainda considerados do lado ascendente. Assim, o BCE decidiu aumentar taxa principal em 0.25 pontos base em julho de 2008 para evitar o risco de efeitos de segunda ordem sobre os salários.

Esse aumento na taxa de juros foi rapidamente revertido quando a turbulência financeira aumentou em uma crise financeira sistêmica após o colapso do banco de investimento americano Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008.

### 3.3 A CRISE FINANCEIRA DE 2008

O início da crise financeira global em setembro de 2008, que revelou a exposição dos bancos europeus à crise das hipotecas *subprime* nos EUA, e a revelação do engano do déficit grego em outubro de 2009 foram os gatilhos que levaram à um súbito colapso nos fluxos de capitais entre países e expôs os excessos de dívida pública e privada nos respectivos países da Zona do Euro. Vários mecanismos de propagação negativa ocorreram então. Em primeiro lugar, a necessidade de apoiar os bancos

enfraquecidos na ausência de um quadro de resolução europeu prejudicou a notação de crédito de vários governos nacionais. Em segundo lugar, os estados enfraquecidos e uma economia vacilante aumentaram ainda mais a fragilidade e a subcapitalização dos setores bancários nacionais, levando a uma maior desalavancagem e “fechamento” do ciclo entre o Banco Central nacional e as instituições bancárias. Terceiro, os resultados de um acordo franco-alemão para promover o “envolvimento do setor privado” no tratamento de uma dívida pública pendente e discussões associadas sobre uma reestruturação da dívida grega que só foi implementada em 2012, facilitou o contágio para os demais Estados membros. E conseqüentemente levando a uma política fiscal pró-cíclica de 2011 a 2014, aprofundando a recessão na ausência de coordenação da política fiscal e de um orçamento comum.

Na fase inicial da crise financeira, o quadro operacional do BCE assumiu o centro das atenções. A razão foi que problemas mais amplos surgiram primeiramente nos mercados interbancários e de financiamento de curto prazo que poderiam ser amplamente resolvidos com ferramentas de gestão de liquidez.

Isso permitiu que o BCE continuasse a seguir o chamado “princípio da separação”, o que significa que a condução da política monetária se concentrou na fixação de taxas de juros que visassem alcançar a estabilidade de preços no médio prazo e as operações de mercado focadas em garantir que as turbulências do mercado não perturbariam a transmissão dessas taxas para a economia. Outra maneira de dizer isso é que essas operações de liquidez atuaram como complementos à política convencional de juros e não como suas substitutas.

Na fase inicial, as operações concentraram-se principalmente nos mercados monetários e de financiamento bancário, mas quando a crise da dívida soberana emergiu em 2010, começaram também a abordar o mau funcionamento dos mercados de títulos governamentais e operações de refinanciamento com liquidez estendida para além de um ano.

Com o anúncio da quebra do Lehman Brothers, a incerteza tomou conta do sistema financeiro mundial. Não havia mais a ideia de que as instituições eram inquebráveis, independentemente de seu tamanho. A primeira consequência disso foi que os bancos passaram a restringir as concessões de empréstimos e buscaram

minimizar os riscos em seus balanços. Além disso, procuraram aumentar a liquidez de seus ativos. Os bancos eram os principais fornecedores de crédito para as famílias e empresas europeias, e conseqüentemente uma redução agora na disponibilidade de financiamento, impactaria diretamente a economia real, aumentando a possibilidade de um quadro de recessão generalizado na Zona do Euro. Dessa forma, o BCE decidiu reduzir suas taxas de juros, buscando prover maior liquidez na economia. A principal taxa de refinanciamento passou de 4,25% no momento pré-quebra e foi sendo reduzida até atingir 1% em maio de 2009. O objetivo principal do BCE continuava ser a estabilidade de preços, contudo a instabilidade gerada pela crise corria o risco de paralisar todo o sistema financeiro, dessa forma o BCE começou a adotar políticas monetárias não convencionais, a partir de outubro de 2008, ainda que inicialmente, de forma mais conservadora.

O BCE tomou uma série de medidas não convencionais para satisfazer a alta demanda por liquidez, e visando promover uma transmissão uniforme dos impulsos da política monetária entre países e bancos e ajudar a evitar riscos de um colapso financeiro ainda mais dramático. Essas medidas se basearam em sua estrutura operacional ampla e flexível que se mostrou mais prontamente utilizável para enfrentar os desafios da crise do que alguns outros grandes bancos centrais. Mas eles ainda eram vistos como complementos às decisões sobre taxas de juros e não como substitutos.

Cour-Thimann e Winkler (2013) apresentam os cinco principais elementos das medidas não convencionais adotadas:

- A taxa fixa com colocação total (*fixed-rate full allotment*) para operações de refinanciamento: ampliava a provisão de liquidez aos bancos, desde que tivessem um ativo aceito como garantia poderiam ter acesso à liquidez de forma quase ilimitada.

- Aumento do prazo para as operações de refinanciamento de longo prazo (Long-Term Refinancing Operations - LTRO), que já havia sido ampliado para seis meses em 2008, passou a ser de 12 meses em junho de 2009, visando reestabelecer o canal do crédito, estimulando os bancos a emprestarem e manter a taxa de juros baixa. Antes disso, em outubro de 2007, o BCE já havia ampliado o valor das operações de LTRO de €25 bilhões para €50 bilhões.

- A ampliação de aceitação de ativos como garantia;
- A ampliação de *swaps* cambiais, visando impedir a escassez de dólares no mercado.

- A criação do Programa de Compras de Títulos Cobertos (*Covered Bond Purchase Programme – CBPP*), que consistia na compra direta no mercado primário e secundário de títulos emitidos por bancos. Seu objetivo era reviver o mercado de títulos cobertos, um dos meios mais importantes para a obtenção de recursos por parte dos bancos europeus. O programa também buscava manter as taxas de juros no mercado interbancário baixas e estimular os empréstimos via instituições financeiras. Juntamente com as adotadas em outubro de 2008, essas medidas configuraram a política do BCE de “apoio reforçado ao crédito” em resposta à crise financeira.

Naquela época, ficou claro que mesmo instituições proeminentes e importantes poderiam falir e muitos mais deles teriam falido se não tivessem sido assumidos por outras instituições financeiras ou apoiados pelo governo. Assim, os mercados financeiros congelaram, a atividade econômica foi interrompida e muitas das principais economias estavam à beira do colapso. Durante este período, o crescimento homólogo do PIB caiu mais de 5%, a inflação global medida pelo IHPC foi brevemente negativa na metade de 2009, também devido à queda dos preços do petróleo. O crescimento da moeda e do crédito caiu para 0% no início de 2010. O colapso da intermediação bancária, que se acelerou no verão de 2008, representou uma redução de 13 pontos percentuais do crédito ao setor privado entre dezembro de 2007 e janeiro de 2010.

As tensões se espalharam do setor financeiro para a economia real, levando a uma grande recessão. Com a criação do euro em 1999 acreditava-se que os países da periferia fossem convergir para os mesmos níveis de desenvolvimento do centro e parte das assimetrias seria resolvida. Contudo os déficits na balança de pagamentos dos países periféricos continuaram a ser financiados pelo fluxo de capital dos países centrais ao longo dos anos 2000. Os bancos alemães, franceses e dos outros países mais desenvolvidos da zona emprestavam recursos para as instituições financeiras e empresas dos países da periferia.

Retornando para análise de Hartmann & Smets (2018), a combinação dessas respostas de política monetária padrão e não padrão teve um impacto benéfico nos

*spreads* do mercado interbancário e nas condições de financiamento em geral. Contribuíram, juntamente com políticas orçamentais expansionistas e medidas de apoio ao setor financeiro, para a recuperação econômica e financeira inicial da recessão.

No final de 2009, o crescimento real do PIB voltou a ser positivo e continuou a aumentar em 2010. A queda da inflação subjacente parou em cerca de 1% no final de 2009/início de 2010 e na mesma época a inflação global voltou a subir rapidamente atingindo 1,7% no segundo trimestre de 2010 e, finalmente, níveis acima de 2%, com os preços da energia novamente subindo. Além disso, uma recuperação modesta no crescimento da moeda e do crédito ocorreu em meados de 2010. Isso levou a uma discussão inicial sobre a “eliminação gradual” de algumas das políticas monetárias excepcionais.

### 3.4 A CRISE DA DÍVIDA SOBERANA EUROPEIA

Ainda segundo Hartmann & Smets (2018), a crise financeira e a grande recessão deixaram sua marca nas finanças públicas. Os diferenciais das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública aumentaram significativamente na Zona do Euro, em particular nos países onde os déficits aumentaram consideravelmente. Por exemplo, a dívida pública na área do euro como um todo aumentou de cerca de 65% do PIB no início de 2008 para cerca de 78% no início de 2010 e acima de 90% em 2013 (ver Gráfico 1). Aumentos particularmente grandes ocorreram, notadamente, em Chipre, Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha. O risco havia sido transferido do setor financeiro para os balanços do setor público, levando a uma deterioração das posições fiscais.



Elaboração própria com dados do BCE.

Após uma grande revisão do déficit público relatado para 2009, em abril de 2010 o mercado da dívida soberana grega parou devido à falta de confiança para a quitação desta dívida e a adoção de políticas fiscais responsáveis. Isso levou os governos europeus a montarem um pacote de resgate e programa de ajuste associado para a Grécia e estabelecerem o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (European Financial Stability Facility – EFSF) em junho de 2010.

A resposta política do BCE continuou a respeitar o princípio da separação. Por um lado, a fim de assegurar profundidade e liquidez nos mercados de obrigações soberanas dos países em dificuldades e restabelecer o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária, o BCE introduziu em maio de 2010 o seu primeiro programa de compra de obrigações soberanas, o *Programa de Seguridades dos Mercados (Securities Markets Programme - SMP)*, que previa intervenções no mercado de valores mobiliários públicos e privados. Inicialmente as compras se limitaram a títulos gregos, irlandeses e portugueses, que eram até o momento os países mais afetados pela crise, passando a incluir títulos italianos e espanhóis, em agosto de 2011. No total, foram cerca de €218 bilhões comprados. Inicialmente, as intervenções conseguiram acalmar os mercados. Contudo, nos meses finais de 2011, o preço dos títulos volta a cair, enfraquecendo o balanço de uma série de bancos na zona do euro e gerando incertezas sobre o futuro e a capacidade deles



lidarem com essa situação. Nesse momento, não só os títulos dos países periféricos foram afetados, mas os papéis de alguns países antes considerados seguros como França, Bélgica e Áustria.

Para sinalizar que o SMP não foi projetado para alterar a orientação da política monetária, as compras de títulos de dívida do SMP foram esterilizadas. Por outro lado, com a aceleração do crescimento do PIB e da inflação global, o BCE aumentou as suas taxas principais em 0.25 pontos base em abril de 2011 e novamente em julho de 2011, após quase dois anos sem mudanças. A economia da área do euro tinha crescido a uma taxa trimestral de 0,8% no primeiro trimestre de 2011, e a análise econômica revelou alguns riscos ascendentes para a estabilidade de preços. De fato, a inflação subiu para 2,6% em março de 2011 (e chegou a atingir 3% no final de 2011, muito acima do objetivo de médio prazo abaixo, mas próximo de 2%). Havia preocupações sobre os efeitos de segunda ordem na fixação de preços e salários, e um risco de as expectativas de inflação se desvincularem da definição de estabilidade de preços do BCE.

Em meados de julho de 2011, as tensões financeiras voltaram a intensificar-se devido ao agravamento das finanças públicas em vários países da Zona do Euro e ao contágio ao acordo para reestruturar a dívida soberana grega (que só seria efetivamente implementado após 2012).

A crise da dívida soberana se transformou cada vez mais em uma dupla dívida soberana e crise bancária. Outros ciclos de *feedback* negativos entre bancos vulneráveis, estados endividados e economias fracas se instalaram em vários países e levaram a uma fragmentação financeira aguda ao longo das fronteiras dos países. Os países mais afetados perderam acesso ao mercado e entraram em programas de ajuste, contribuindo para um período de consolidação fiscal.

Com a intensificação das tensões financeiras e a consolidação orçamental, a confiança econômica caiu, a economia abrandou rapidamente e a área do euro entrou numa recessão profunda no último trimestre de 2011. Um fator importante que contribuiu foi a necessidade de desalavancagem dos bancos e o aperto associado dos padrões de empréstimos bancários e novas reduções no crescimento da moeda e do crédito.

Em resposta, o BCE entrou numa nova fase de flexibilização da política monetária. No final de 2011, o BCE introduziu várias novas medidas não convencionais. Duas Operações de Refinanciamento de Longo Prazo (LTROs) de doze e treze meses foram anunciadas em 6 de outubro de 2011, bem como um segundo programa de compra de títulos cobertos (CBPP2) por um montante pretendido de €40 bilhões. Depois, sob a tutela do novo Presidente Mario Draghi, o BCE reverteu as subidas das taxas de juro de abril e julho de 2011, reduzindo as taxas em novembro e dezembro de 2011 num total de 0.50 pontos base. Além disso, em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, foram realizadas duas operações de refinanciamento de muito longo prazo (Very Long-Term Refinancing Operations - VLTRO) de 3 anos, com opção de reembolso antecipado após um ano, com um valor bruto combinado superior a €1 trilhão. Essas VLTROs deram aos bancos segurança de financiamento, facilitaram o resgate de títulos vencidos e os ajudaram a sustentar as linhas de crédito com clientes particulares. Por último, em 8 de dezembro de 2011, o BCE decidiu também alargar novamente a lista de garantias aceites.

Estas medidas trouxeram um alívio muito necessário para o financiamento dos bancos, mas – por definição de operações de liquidez do Banco Central – não puderam assegurar a tão necessária reparação do balanço de muitos bancos da Zona do Euro. Também persistia a necessidade de consolidação fiscal. No início de 2012, o fraco crescimento e as notícias de derrapagens fiscais em vários países pressionaram os mercados financeiros mais uma vez, e as tensões financeiras aumentaram novamente.

Preservar a unidade da Zona do Euro tornou-se o desafio definidor da crise.

Foi nesse contexto que, finalmente, também foram dados passos decisivos no plano político. Por exemplo, o “Pacto Fiscal” foi assinado em março de 2012, envolvendo uma regra de orçamento equilibrado. Mais importante ainda, em junho de 2012, o Presidente do Conselho Europeu propôs reformas significativas nos quadros de política financeira, orçamental e econômica da UEM, nomeadamente o estabelecimento dos principais elementos de uma União Bancária Europeia – supervisão única, resolução e seguro de depósito. Fazendo referência explícita à necessidade de diminuir a independência dos Bancos Nacionais, os países da Zona do Euro concordaram em

começar com um Mecanismo Único de Supervisão (MUS) no BCE. Já antes, havia sido acordado que o EFSF temporário seria substituído em outubro de 2012 pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (European Stability Mechanism - ESM), uma organização intergovernamental para salvaguardar a estabilidade financeira da Zona do Euro por meio de assistência financeira contra condições negativas estritas aos estados membros.

O MEE tem uma capacidade de empréstimo de €500 bilhões, e assumiu posteriormente também a possibilidade de recapitalizações bancárias diretas.

Neste novo contexto de um caminho muito mais claro para corrigir algumas das fragilidades financeiras e orçamentais mais importantes da UEM, em 11 de julho de 2012 o BCE baixou as taxas em 0.25 pontos base, elevando a taxa de facilidade de depósito (Deposit Facility Rate - DFR) para 0% (que permaneceu inalterada por quase dois anos. Mais importante ainda, em 26 de julho de 2012, o Presidente do BCE, Draghi, fez um discurso em Londres no qual garantiu que: “Dentro do nosso mandato, o BCE está pronto para fazer o que for preciso para preservar o Euro. E acredite, será o suficiente.” Vários dias depois, em 2 de agosto de 2012, o Conselho do BCE anunciou que iria introduzir um programa de transações monetárias definitivas (OMT - Outright Monetary Transactions).

O programa OMT consistiu na compra de obrigações soberanas em mercados secundários em condições estritas com o objetivo de “... salvaguardar uma transmissão adequada da política monetária e a unicidade da política monetária” face aos riscos de existentes. O quadro operacional-técnico das OMTs foi anunciado em 6 de setembro de 2012 e, no mesmo dia, o SMP foi encerrado. Um requisito necessário para as OMTs era a condicionalidade estrita e eficaz associada a um programa EFSF/ESM apropriado. Em 8 de maio de 2013, o BCE baixou a taxa principal em 0.25 pontos base e a taxa do marginal (Marginal Lending Facility - MLF) em 0.50 pontos base, estreitando ainda mais o corredor das taxas de juro. Com o DFR em 0% já antes o espaço para novos cortes nas taxas de juros era cada vez mais limitado. Em resposta à normalização parcial das tensões financeiras, o crescimento acelerou lentamente ao longo de 2013.

Globalmente, no período entre agosto de 2007 e junho de 2013, o BCE entrou no território desconhecido das medidas de política monetária não convencionais. Em um primeiro momento, a estrutura operacional do BCE foi adequada para lidar com imparidades no mercado interbancário, fornecendo ampla liquidez para seu amplo conjunto de contrapartes e contra um amplo conjunto de garantias

### 3.5 RISCOS DE DEFLAÇÃO E RECUPERAÇÃO

A crise da dívida soberana abrandou e a recuperação começou a tomar forma, uma vez que algumas das suas causas subjacentes foram abordadas pelos vários programas nacionais, a criação de uma união bancária atuando sob supervisão e resolução comuns e o estabelecimento de um *back-stop* para os governos através do Mecanismo Europeu de Estabilização (ESM) e o programa OMT do BCE. No entanto, ainda havia o alto desemprego e os hiatos negativos do produto em 2012 e 2013. No segundo semestre de 2013, a inflação global caiu abaixo de 1%, tornando-se negativa ao longo de 2015 (mínimo de -0,7% em janeiro de 2015), em grande parte devido à queda dos preços de energia. As expectativas de inflação, que até então se mantinham bem ancoradas, começaram a declinar e a apresentar uma significativa tendência de baixa.

Cresceram as preocupações com os riscos de deflação e um período prolongado de inflação baixa. Além disso, tornou-se cada vez mais claro que a transmissão da flexibilização das taxas principais do BCE tinha permanecido deficiente e desigual. Em particular, a redução acumulada de 1.25 pontos base de setembro de 2011 a junho de 2014 ainda não havia sido completamente transmitida nos países da Zona do Euro que estavam sem o impacto direto da recessão. Ao mesmo tempo, como as perspectivas de médio prazo para a inflação continuaram a piorar, o balanço do BCE encolheu, o crescimento do crédito permaneceu negativo refletindo a desalavancagem em curso.

Para evitar riscos de deflação emergentes e lidar com a deterioração do canal de empréstimos bancários, o BCE iniciou uma estratégia abrangente de flexibilização da política monetária em três frentes a partir de junho de 2014.

Ela determinava cada uma das condições em que os três elementos da estratégia de flexibilização foram estabelecidos. Uma primeira medida foi entrar no território da taxa de juros negativa. Em junho de 2014, e novamente em setembro de 2014, o BCE baixou o DFR em 0.10 pontos base, respectivamente, para -0,2%. Em segundo lugar, a fim de reavivar a concessão de crédito e abordar a transmissão fragmentada de políticas, foi anunciada uma nova rodada de medidas de flexibilização do crédito com uma série de operações de refinanciamento de prazo mais longo fixadas à taxa principal mais 10 pontos base. A sobretaxa foi abolida em janeiro de 2015. A maturidade máxima das operações de refinanciamento de longo prazo direcionadas (Target Long-Term Refinancing Operations -TLTRO) foi fixada em setembro de 2018, e a provisão inicial ascendeu a 7% dos empréstimos pendentes ao setor privado não financiado da Zona do Euro. A maturidade dos empréstimos estava condicionada a que os bancos atingissem determinados limiares de concessão de empréstimos ao setor empresarial.

Essas medidas de flexibilização do crédito foram complementadas por um programa de compra de títulos garantidos por ativos (Asset Backed Securities Purchase Programme - ABSPP) e um terceiro programa de compra de títulos cobertos (CBPP3) em setembro de 2014. Em terceiro lugar, para fornecer estímulo adicional em um ambiente onde novos cortes nas taxas de curto prazo foram limitados, em janeiro de 2015 o BCE anunciou um Programa de Compra de Ativos (Asset Purchase Programme – APP) expandido, com compras mensais médias de títulos do setor público e privado de €60 bilhões. Por meio dos canais de reequilíbrio e sinalização da carteira, isso pressionou ainda mais as taxas de juros de longo prazo e achatou a inclinação da curva de juros. Ao mesmo tempo, levou a uma grande expansão do balanço do banco central. O impacto combinado dessas medidas foi reduzir os custos de financiamento baseados no mercado e nos bancos e facilitar as condições financeiras de forma mais ampla.

No verão de 2015, o crescimento do PIB acelerou para perto de 2% e tanto a inflação global estabilizou, mas a níveis relativamente baixos de 0%. Neste contexto de crescimento ainda desigual e frágil e baixa inflação, o crescimento da demanda global vacilou no verão de 2015, com o colapso do mercado de ações na China, causando turbulência financeira nas economias de mercado emergentes. A fim de evitar um novo

aumento do risco de deflação e continuar a apoiar a recuperação gradual da economia da Zona do Euro, o pacote de medidas em três vertentes foi novamente recalibrado em dezembro de 2015 e março de 2016 com vista a acrescentar mais estímulos de política monetária.

Em 9 de dezembro de 2015, o BCE baixou ainda mais as taxas de juros em 0.10 pontos base e anunciou uma recalibração do APP, prolongando o programa até março de 2017, ou além, se necessário, para garantir um ajuste sustentado da inflação para o objetivo abaixo, mas próximo de 2%. Simultaneamente, o BCE anunciou que iria reinvestir os reembolsos de capital, mantendo o stock da carteira APP constante após o fim das compras líquidas pelo tempo necessário, e alargou a lista de ativos elegíveis APP para incluir títulos emitidos por governos regionais e locais. Em 10 de março de 2016, o BCE voltou a baixar as taxas, reduzindo o corredor de taxas de juro para 0.65 pontos base e baixando o DFR em 0.10 pontos base para -0,4%. Ao mesmo tempo, foi anunciada uma expansão considerável da APP, com a média mensal de compras a aumentar para €80 bilhões de euros. O BCE também lançou um programa de compra do setor empresarial (CSPP) como parte integrante do APP.

Por fim, foram anunciadas quatro novas operações de refinanciamento de prazo mais longo (TLTRO-II), cada uma com prazo de quatro anos, com início em junho de 2016 e duração até março de 2017. As taxas dessas operações podem ser tão baixas quanto o DFR negativo taxa de juro, se os bancos ultrapassarem determinados valores de referência para empréstimos. O efeito combinado destas medidas de flexibilização adicionais foi melhorar ainda mais as condições de financiamento. Isso estimulou a demanda doméstica e transformou uma recuperação frágil e desigual em uma expansão sólida e ampla, apesar da fraqueza temporária da economia internacional. Assim, mas também em parte devido ao aumento dos preços das commodities, a inflação acelerou a partir do terceiro trimestre de 2016, atingindo 1,8% em janeiro de 2017.

À medida que a economia se fortaleceu, mas a inflação permaneceu moderada, foi considerado apropriado mais estímulo monetário, mas a intensidade do estímulo monetário foi gradualmente ajustada. Em 8 de dezembro de 2016, o Conselho do BCE decidiu estender a APP líquida até o final de 2017, reduzindo ao mesmo tempo seu

ritmo mensal a partir de abril de 2017 para €60 bilhões. A partir do segundo trimestre de 2017, o crescimento aumentou ainda mais, atingindo um pico de 2,8% em setembro. Em 26 de outubro de 2017, uma nova recalibração do APP foi decidida, uma vez que o programa foi estendido até setembro de 2018 com um ritmo mensal reduzido de compras de €30 bilhões de euros a partir de janeiro de 2018. Finalmente, em 14 de junho de 2018, o Conselho do BCE anunciou uma prorrogação antecipada de a APP líquida até ao final de 2018 a um ritmo reduzido de €15 bilhões seguido do fim da APP líquida.

Ao mesmo tempo, reforçou a sua orientação futura sobre as taxas principais, com a expectativa de que as taxas permaneceriam em seus níveis atuais pelo menos a metade 2019 e, em qualquer caso, pelo tempo que for necessário para assegurar a convergência sustentada da inflação para níveis abaixo, mas próximos de 2%.

#### 4 ANÁLISES EM RELAÇÃO A ATUAÇÃO DO BCE

Sendo o objetivo primário do Banco Central Europeu a estabilidade de preços com um índice médio, abaixo, mas próximo de 2%, a melhor forma de analisar o sucesso e credibilidade da instituição é verificando se este objetivo foi atingido no período observado.

O Gráfico 2 apresenta a taxa do IHPC, medida na Zona do Euro entre janeiro de 1997 e julho de 2018.

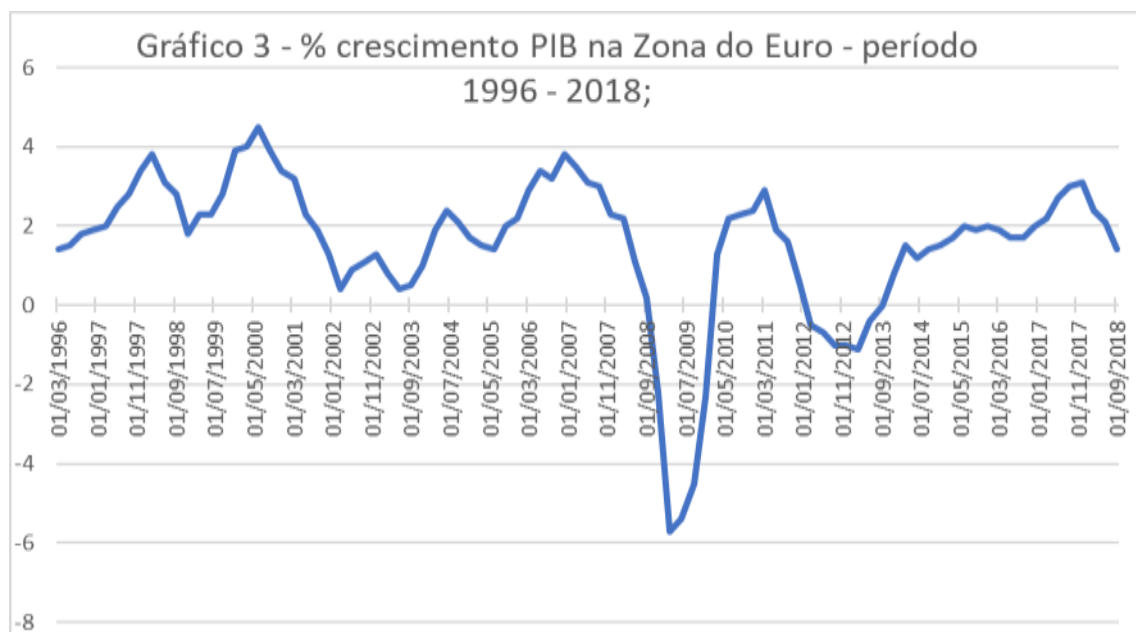


Elaboração própria com dados do BCE.

Observa-se que durante a primeira década o BCE conseguiu atingir sua meta e ancorar as expectativas de inflação conforme o esperado. A partir da crise de 2008, e da crise da dívida soberana que viria na sequência, a instabilidade gerada pelo ambiente de incertezas passou a prejudicar a transmissão da política monetária. O BCE, ao passar a utilizar medidas não-convencionais, conseguiu trazer um certo alívio ao quadro geral, com a inflação passando a acompanhar a recuperação econômica na Zona da Euro, ainda que de forma irregular. Contudo, houve o aprofundamento da crise das dívidas públicas, passando a atingir também os países centrais europeus, e o quadro se inverteu para recessão econômica e inflação baixa, com períodos de deflação. O Banco Central Europeu passou a agir de forma mais enérgica, adotando medidas para aumentar a liquidez na economia e reaquecer o mercado, além de destravar a transmissão de sua monetária. Essas medidas foram consideradas aquém do escopo de atuação do BCE e que poderiam prejudicar sua credibilidade e independência no longo prazo, contudo os dados demonstram que após serem adotadas, o índice de preços voltou a apresentar o comportamento estipulado.

Outro ponto importante a ser analisado é o desempenho do crescimento econômico na Zona do Euro. O Gráfico 3 demonstra a evolução do crescimento do PIB, em comparativo ao ano anterior, entre 1996 e 2018. Embora não seja possível medir o impacto direto destas na economia real, a adoção de políticas de flexibilização quantitativa do BCE, em conjunto com políticas e pacotes de recuperação fiscal adotados pelas demais instituições europeias, ajudam a explicar o reaquecimento da economia após duas grandes, e sucessivas, crises.





Elaboração própria com dados do BCE.

A análise mais profunda e crítica sobre as principais políticas adotadas pelo BCE é feita com base na literatura, conforme as próximas sessões.

#### 4.1 BCE COMO CREDOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

Para Neyer (2018), no início de 2010, o precário estado do orçamento grego tornou-se cada vez mais evidente. A qualidade de crédito da Grécia era cada vez mais questionada, de modo que tinha cada vez mais dificuldades para encontrar soluções de financiamento no mercado de capitais. A probabilidade de falência nacional foi estimada como relativamente alta e não havia regulamentação de insolvência, na Zona do Euro, para os estados que se encontrassem nesta situação. Havia, portanto, o risco de uma falência desordenada de um país e que acarretaria na saída da união monetária.

A falência nacional está associada a enormes custos econômicos e sociais, muitas vezes também à instabilidade política. No caso de um estado pertencente a uma união monetária, não somente a Grécia enfrentaria grandes problemas, mas também havia o risco de os demais países serem infectados, além de uma propagação de incertezas em nível mundial. Aliado a isso, dúvidas quanto as condições de países como Portugal, Espanha e Itália de conseguirem cumprir o com o pagamento de suas

dívidas, da forma acordada, também fizeram subir as taxas de juro destes títulos do governo. Isso agravou ainda mais a situação orçamentária desses países. Podendo gerar uma crise sistêmica na forma de um colapso da União Econômica e Monetária.

Neste contexto, em maio de 2010, os Estados membros da Zona do Euro decidiram sobre um programa de ajuda financeira para a Grécia e um escudo protetor para a área monetária. Este último possibilitou o apoio dos Estados membros que se encontram em dificuldades financeiras. Além disso, na primavera de 2010, o BCE começou a comprar títulos do governo grego, italiano, português e espanhol como parte do recém-introduzido Programa de Mercado de Valores Mobiliários (SMP). Não houve condições associadas a essas compras. Até 31 de dezembro de 2012, a carteira de títulos do governo adquiridos sob o SMP totalizava €18 bilhões. Em 2012, quando a crise na área do euro voltou a se intensificar, o SMP foi substituído por um novo programa de compra de títulos públicos, os OMTs.

O BCE justificou a introdução de ambos os programas com o desejo de manter a transmissão da política monetária. Isso seria significativamente prejudicado por tensões nos mercados de títulos do governo. No que diz respeito aos OMTs, aborda explicitamente a prevenção de uma potencial crise sistêmica, pois estaria disponível um mecanismo de segurança altamente eficaz para evitar cenários que poderiam representar sérios desafios para a estabilidade de preços na Zona do Euro. As possíveis compras de títulos no âmbito dos OMTs devem, portanto, evitar uma crise do sistema associada a custos extremamente elevados. Neste contexto, as possíveis compras de títulos pelo BCE como parte dos OMTs podem ser consideradas positivas. O banco central atua como uma brigada de incêndio agindo como credor de última instância para os estados. Devido aos seus recursos financeiros fundamentalmente ilimitados, o banco central é a única instituição que pode assumir essa função com credibilidade.

No momento de uma crise aguda, quando ameaça uma crise sistêmica sob a forma de falência nacional desordenada e/ou dissolução da união monetária, devem ser aceitos os custos de uma cessão de credor de último recurso. No entanto, deve-se considerar até que ponto o aspecto institucional pode ser implementado ou desenhado de forma a minimizar esses custos e a probabilidade de o banco central ter de atuar

como credor de última instância. Para este último, é importante fazer cumprir as regras fiscais existentes, como as do Pacto de Estabilidade e Crescimento, de modo que os orçamentos nacionais sejam sólidos e, portanto, menos sujeitos a choques.

As possíveis compras de títulos do governo pelo BCE como parte dos OMTs devem geralmente ser avaliadas positivamente. O BCE atua como um credor de última instância para os estados e pode, assim, neutralizar uma crise sistêmica associada a altos custos. O quadro institucional deve, no entanto, ser alargado (código de falências dos estados, mandato explícito do credor de último recurso) de modo a minimizar os custos associados e a probabilidade de o BCE ter de agir como credor de último recurso. O programa de compra de títulos PSPP, ao abrigo do qual o BCE tem vindo a comprar obrigações governamentais em grande escala desde março de 2015, deve ser visto de forma bastante crítica, nomeadamente devido aos fortes efeitos colaterais indesejáveis.

## 4.2 FLEXIBILIZAÇÃO QUANTITATIVA

Issing (2018), analisa o instrumento de política monetária de flexibilização quantitativa está associado a riscos consideráveis e efeitos colaterais indesejáveis:

1. O próprio BCE está enfrentando problemas. Portanto, pode perder credibilidade. Pretende realmente estabilizar a taxa de inflação através da compra de obrigações ou principalmente aliviar os orçamentos nacionais dos estados membros da união monetária? A intenção real do BCE é irrelevante aqui. O que importa é como o público os avalia. Perda de credibilidade é problemático para a eficácia das medidas de política monetária e é uma ameaça para a independência de um banco central. O fato de a credibilidade do BCE e a confiança nele terem sofrido é também demonstrado pelo facto de haver dúvidas sobre a legalidade do PSPP, por exemplo, se o PSPP era compatível com a proibição de financiamento do governo monetário e se o BCE ainda estava operando dentro de seu mandato. Além disso, o PSPP pode exacerbar os problemas de possível domínio fiscal ou financeiro. O domínio fiscal ou financeiro existe quando o BCE já não consegue focar principalmente no seu objetivo de

estabilidade do nível de preços, mas é forçado a prosseguir uma determinada política monetária devido à elevada dívida nacional ou a um setor bancário frágil. O banco central não é mais independente de fato.

2. A redução da carga de juros sobre os orçamentos nacionais que foi ocasionada também pode reduzir a pressão sobre os governos para realizar as reformas estruturais necessárias.
3. A redução “artificial” das taxas de juros dos títulos do governo que não foi realizada por meio do mercado leva a uma distorção dos preços relativos e, portanto, a uma má alocação de capital e riscos. Em casos extremos, esta má distribuição ocorre na formação de bolhas nos mercados de ações e imobiliários.
4. Também existem riscos crescentes para a estabilidade financeira. Além disso, o achatamento da curva de rendimentos está fazendo com que a lucratividade dos bancos diminua. Outro efeito negativo sobre a rentabilidade dos bancos é que a compra de títulos do governo pelo BCE leva a um aumento cada vez maior do excesso de liquidez dos bancos, pelos quais eles atualmente têm que pagar juros de multa ao BCE. A queda da lucratividade dos bancos os torna mais suscetíveis a choques e aumenta seu incentivo para assumir riscos mais elevados.
5. O aumento das exportações e a diminuição das importações andam de mãos dadas com a diminuição da demanda por produtos de outros países. Isso pode provocar contra-reações de outros países. Uma corrida pela desvalorização, que está associada a problemas consideráveis, pode resultar. Deve também ter-se presente que existe uma procura crescente destes produtos apenas devido aos preços artificialmente reduzidos dos produtos da Zona do Euro. Os problemas estruturais não podem ser resolvidos com um Euro fraco.

Para o autor Issing (2018), o efeito positivo da flexibilização quantitativa sobre os preços identificado em vários estudos é, portanto, compensado por custos consideráveis. Ao comprar títulos do governo no âmbito dos OMTs, o objetivo é evitar uma crise sistêmica associada a custos elevados, sendo o BCE a única instituição que pode assumir com credibilidade a relevante função de credor de última instância. No caso da compra de títulos do governo como parte da flexibilização quantitativa, o

objetivo é estimular a demanda agregada para aumentar a taxa de inflação, que se desvia de forma relativamente acentuada de seu objetivo primário.

### 4.3 DEFLAÇÃO

Em contraste com as políticas agressivas do FED e do Banco da Inglaterra, o BCE estava inicialmente bastante hesitante, segundo Illing (2018). No decorrer de 2011, aumentou novamente a taxa básica de juros de 1% para 1,5%. Além disso, inicialmente estava ansioso para reduzir a expansão da base monetária o mais rápido possível. De fato, iniciou um grande número de medidas de apoio (como a conversão do fornecimento de liquidez para transações de refinanciamento de prazo mais longo e a expansão do *pool* de garantias de empréstimos permitidas); No entanto, desde o início, eles foram expressamente destinados a um período de tempo limitado. Embora o desenvolvimento econômico em muitos outros países industrializados tenham se acalmado gradualmente a partir de 2011, houve outra queda maciça na Zona do Euro.

No entanto, uma vez que a atividade econômica permaneceu inicialmente moderada apesar das taxas de juro baixas, o Conselho do BCE decidiu introduzir taxas de depósito negativas e operações de refinanciamento de longo prazo direcionadas até quatro anos em junho de 2014. No início de 2015, o BCE finalmente deu início a um programa mensal para comprar títulos governamentais e corporativos dos países do euro em grande escala. Com essas decisões, finalmente deu início a uma mudança significativa na estratégia para uma política explícita de flexibilização quantitativa (o estabelecimento ativo de metas de liquidez).

### 4.4 POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL

Face a inúmeras medidas que aparentemente contradizem o repertório padrão da política monetária tradicional, o BCE foi exposto a fortes críticas, especialmente do público alemão, segundo Neyer (2018). Em muitos meios de comunicação, foi alta a acusação de que este estava deixando o caminho da segurança experimentado e testado anteriormente pelo Deutsche Bundesbank. Na verdade, porém, as medidas

não-convencionais de forma alguma representam uma mudança de paradigma; pelo contrário, seguem a tradição de uma política monetária orientada para a estabilidade, com o objetivo de alcançar a estabilidade de preços no sentido de uma inflação pouco inferior a 2%. Nas suas mais recentes medidas de flexibilização quantitativa, o BCE está a orientando-se fortemente para a política monetária seguida nos EUA após 2008 - num esforço para transferir os sucessos lá alcançados para a Zona do Euro.

Com a utilização massiva de medidas não-convencionais, a atividade econômica também se estabilizou na Zona do Euro. Uma vez que muitas medidas foram introduzidas em paralelo, é difícil medir o impacto de programas individuais, como a introdução de taxas de juros negativas ou a introdução de políticas de flexibilização quantitativa. No entanto, estudos econométricos indicam que todas as medidas tomadas em conjunto conduziram a uma estabilização significativa das variáveis do mercado financeiro (de preços de ativos, taxas de juro de longo prazo e prêmios de juros). Ao longo de 2014, as expectativas de inflação caíram sensivelmente; isso indicava o risco de efeitos secundários perigosos levando a uma espiral deflacionária. Estudos de eventos mostram que toda a curva de rendimentos desceu significativamente desde a introdução das taxas de depósito negativas e do programa de compra de títulos. A descida e a convergência das taxas ativas de mais longo prazo em toda a Zona do Euro são uma indicação de que o mecanismo de transmissão da política monetária, que foi gravemente perturbado durante a crise, recuperou-se gradualmente de alguma forma.

Para Mishkin (2012) também discute o papel dos Bancos Centrais no período pós-crise, suas políticas “não-convencionais” e a necessidade de interação com a autoridade responsável pela política fiscal.

Mishkin (2012) destaca os “aprendizados-chaves” obtidos com a crise.

O autor apresenta os 6 “principais fatos” que a crise ensinou sobre aspectos macroeconômicos.

1 – Rupturas financeiras abalam a linearidade macroeconômica: uma ruptura financeira “quebra” a linearidade macroeconômica ao criar *loops*, resultados da combinação do declínio dos valores das ações e dos ativos e a contração da atividade econômica.

2 – Rupturas no setor financeiro têm um impacto negativo na atividade econômica por um longo período de tempo: o autor argumenta que os efeitos negativos das crises financeiras se estendem ao longo da década seguinte e tendem a ser mais intensos.

3 – Estabilidade de preços e crescimento não garantem estabilidade financeira e fiscal: o autor argumenta com base nos períodos anteriores a crise de 2008, onde o ambiente macroeconômico era visto como positivo em relação a preços e crescimento e mesmo assim ocorreu a ruptura.

4 – Baixas taxas de juros encorajam o risco excessivo: as baixas taxas de juros fazem com que os investidores busquem maiores retornos em investimentos de maior risco.

5 – O problema do limite inferior zero ocorre mais do que esperado: a não-linearidade macroeconômica faz com que o problema do limite inferior zero dure e ocorra mais vezes do que o previsto.

6 – Crises financeiras geralmente levam a crises fiscais: após uma crise financeira, muitos países enfrentam graves crises fiscais, inclusive os que aparentavam ter equilíbrio no período pré-crise.

Diante disso, é verificada, ainda segundo Mishkin (2012), a nova forma de atuação dos Bancos Centrais. O autor desenvolve como os seis fatos citados na parte anterior tendem a influenciar nas novas estratégias de atuação dos Bancos Centrais e como estas estão se desenhando.

Interação de políticas de estabilização monetárias e fiscais: para evitar o surgimento de novas bolhas especulativas, é necessária a coordenação entre políticas monetárias e macro-prudenciais. A nova configuração de políticas adotadas, ou políticas não-convencionais, se dá em quatro aspectos:

1 - Prover liquidez: garantir a liquidez dos ativos, podendo ser necessários empréstimos ou planos emergenciais de recuperação dos bancos.

2 – Compra de ativos: além de garantir a liquidez, visa principalmente baixar as taxas de juros e os custos de operação de empréstimos e vendas no mercado de imóveis e garantir o fluxo de comércio.

3- Quantitative easing: Aumento da base monetária. É o ponto considerado mais não-convencional, pois as políticas monetárias geralmente são mais restritivas para evitar inflação.

4 – Controle de expectativas: comprometimento em manter baixas taxas de juros por um longo período de tempo, diminuindo a incerteza do mercado. Mishkin (2012) também trata sobre a “Dominação Fiscal” sobre a política monetária. Ao contrário do que era previsto antes da crise, segundo o autor, a inflação não pode ser considerada um fenômeno unicamente monetário. Além disso, em períodos de déficits fiscais, a autoridade monetária perde o poder de controle, pois as metas de inflação ficariam em plano secundário.

A recente crise financeira mudou para sempre a forma de agir dos Bancos Centrais, ainda que o paradigma básico de estabilização da inflação no longo prazo ainda se faça presente. Assim, os Bancos Centrais ainda experimentam os efeitos da crise em suas novas, e cada vez mais complexas, estratégias, que ainda não podem ser consideradas como paradigmas definitivos.

## **5 O BANCO CENTRAL EUROPEU HOJE: A POLÍTICA DE RESPOSTA À CRISE DA COVID19**

O surto de COVID-19 na Zona do Euro desencadeou uma crise sanitária e econômica inédita na história recente. Perante esta situação, as autoridades econômicas responderam com energia e força. Em particular, o Banco Central Europeu (BCE) desempenhou um papel mais notável na abordagem do aperto inicial das condições financeiras causado pela pandemia, evitando assim um impacto mais grave da crise na economia real, segundo Aguilar et al. (2020).

Como visto anteriormente, na década anterior, as principais economias avançadas haviam sido expostas a pressões deflacionárias que abriram caminho para um período de inflação persistentemente baixa. Isto levou os bancos centrais a manterem as suas taxas de juros próximas de zero ou, em alguns casos, em níveis até



negativos. À medida que o espaço para novos cortes nas taxas de juros foram progressivamente se estreitando, os bancos centrais começaram a usar uma série de ferramentas “não convencionais”. Estas incluíam várias medidas de expansão dos balanços de pagamentos, (flexibilização quantitativa) e visavam alcançar um maior grau de liquidez na economia. Para Aguilar et al. (2020) as medidas não convencionais provaram sua eficácia em resposta às situações em que a política monetária convencional viu as taxas de juros se aproximarem de seu limite inferior e, conseqüentemente, tornaram-se parte da caixa de ferramentas da política monetária no que foi apelidado de “novo normal”.

Contudo, na Zona do Euro, as taxas de juros permaneciam em valores mínimos. Antes da pandemia, a perspectiva de que o cenário de juros persistentemente baixos e taxas de inflação se estenderiam para o futuro já representava um desafio significativo para a condução da política monetária.

A condução adequada da política monetária prevê que os bancos centrais ajustem suas taxas de juros nominais para que a taxa de juros real siga aproximadamente a trajetória esperada da taxa natural, ajudando a manter a inflação em níveis próximos da meta.

Neste contexto, os trimestres anteriores ao início da pandemia foram marcados pela persistência da inflação na Zona do Euro em níveis relativamente baixos e fora de sua meta (abaixo, mas próximo de 2%). O IHPC global aumentou 1,2% em média em 2019, 0,6 pontos percentuais abaixo de 2018, segundo os autores Aguilar et al. (2020).

A política monetária do BCE reagiu a esta situação, reforçando a sua política expansionista ao longo de 2019, com amplo estímulo monetário, taxas de juros em mínimas recordes, novas compras de ativos sob o APP e um calendário definido para leilões de liquidez de longo prazo sob o programa TLTRO III. Foi sob essas condições que o surto de COVID-19 atingiu a Zona do Euro.

Continuando pelo estudo de Aguilar et al. (2020), o BCE reagiu rápida e resolutamente à crise da COVID-19 e adotou uma série inicial de medidas expansionistas. Primeiro, decidiu aplicar condições consideravelmente mais favoráveis a todas as operações TLTRO III entre junho de 2020 e junho de 2021. O BCE pretendia

assim incentivar a concessão de empréstimos a os agentes mais atingidos pela propagação do COVID-19, em particular as pequenas e médias empresas e os trabalhadores autônomos que dependem mais de empréstimos bancários. Com o gradativo agravamento da situação econômica, os termos e condições da TLTRO III foram melhoradas, passando uma alocação recorde de €1,3 trilhão, nas operações de refinanciamento do BCE.

Antecipando que operações de financiamento, cujas condições não estivessem vinculadas a metas de empréstimos, seriam necessárias para alguns bancos além de junho, o BCE lançou operações de refinanciamento de longo prazo de emergência pandémica (PELTRO) em 30 de abril. O custo de destas operações é superior as demais opções de refinanciamento, uma vez que foram concebidas apenas para serem utilizado em circunstâncias excepcionais, sendo o TLTRO III o principal instrumento de transmissão estímulo monetário do BCE aos bancos.

Em terceiro lugar, o BCE comprometeu-se a que as compras líquidas do programa APP continuariam ao ritmo mensal de €20 bilhões, valores aprovados em setembro de 2019. O objetivo desta medida foi melhorar as condições de financiamento nos mercados financeiros, reduzindo as juros taxas aplicáveis a títulos públicos e privados.

As perspectivas para a economia da Zona do Euro deterioraram-se significativamente após o anúncio de lockdowns em vários países e um forte aumento das taxas de juro da dívida soberana e de empresas. É importante notar que, na Zona do Euro, os rendimentos soberanos em cada Estado-Membro desempenham um papel central na transmissão da política monetária para a economia real. Especificamente, os rendimentos soberanos não são apenas importantes para os custos de financiamento do governo, mas também são referência ao determinar os custos de financiamento nos mercados de capitais para empresas e instituições. No caso deste último, uma vez que os custos dos empréstimos bancários estão ligados aos custos de financiamentos captados pelos próprios bancos, os rendimentos soberanos acabam por afetar indiretamente a taxa de juro aplicável ao crédito bancário do qual os trabalhadores autônomos e as famílias são altamente dependentes.

Perante esta situação, na reunião extraordinária do Conselho do BCE de 18 de março, foi anunciado o Programa de Compras Emergencial da Pandemia (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP). As mesmas classes de ativos do setor público e corporativo passaram a ser adquiridas sob este programa temporário como sob o APP. A diferença fundamental entre o APP e o PEPP é que neste último as compras serão realizadas de forma flexível e flutuações em sua distribuição serão permitidas ao longo do tempo, entre estados e em todas as classes de ativos. O BCE tentou assim evitar a fragmentação financeira que impediria ou dificultaria a transmissão de sua política monetária às condições financeiras em alguns países da Zona do Euro.

O PEPP foi implementado com um aporte inicial de €750 bilhões até ao final de 2020. Posteriormente, em 4 de junho de 2020, foi aumentado para €1,35 trilhão até pelo menos final de junho de 2021 e foi anunciado que os pagamentos dos principais a vencer dos títulos adquiridos ao abrigo do PEPP seriam reinvestidos pelo menos até ao final de 2022.

O PEPP, juntamente com as novas compras no APP, aumentou a carteira dos programas de compra de títulos do Eurosistema para cerca de €4,4 bilhões em junho de 2021 e no início de setembro de 2020, as compras líquidas de ativos do setor público e corporativo ao abrigo do PEPP já tinha atingido €497 bilhões desde o seu lançamento.

Por último, em abril, o BCE adotou um pacote de medidas temporárias de flexibilização das garantias para as operações de refinanciamento do Eurossistema.

Em primeiro lugar, o BCE reduziu os cortes de avaliação de garantias por um fator fixo de 20%. Isso permitiu que os bancos obtivessem maior nível de financiamento para um determinado valor de garantia. Em segundo lugar, o escopo do crédito aceitável nos sistemas de avaliação usados foram ampliados permitindo empréstimos a empresas e trabalhadores independentes que beneficiam de regimes de garantia pública adotados em resposta à pandemia elegível. Em terceiro lugar, o Conselho do BCE decidiu que todos os investimentos ativos negociáveis de grau (BBB- ou superior) que eram, portanto, elegíveis como garantia em 7 de abril permaneceriam assim enquanto seu *rating* não fosse rebaixado abaixo de um determinado nível.

O objetivo desta última medida foi mitigar o impacto nos volumes de garantias de possíveis *downgrades* para ratings resultantes desta crise.

A combinação desses dois arranjos ajudaram a preservar condições de financiamento para famílias, empresas e governos em toda a Zona do Euro e mostrou que as políticas adotadas anteriormente, no combate à crise da dívida soberana conseguiram mitigar o efeito desta nova fase de incertezas.

## 6 CONCLUSÃO

O trabalho apresenta a evolução na condução da política econômica do Banco Central Europeu desde sua criação, tendo como foco as medidas de política monetária não convencionais e seus efeitos. Sob a teoria das Áreas Monetárias Ótimas e o processo de Integração Europeia, o Banco Central Europeu surgiu com a missão de criar e orientar a política monetária da Zona do Euro. Inicialmente o Banco Central Europeu conseguiu manter seu foco em apenas manter a estabilidade de preços, sendo este seu objetivo primário e principal.

Logo após a quebra do Lehman Brothers as autoridades europeias agiram para evitar um cenário ainda mais negativo no sistema financeiro europeu. Entretanto, a crise avançou de modo a se tornar uma crise da dívida soberana. Na formação de uma união monetária as políticas fiscais devem estar em sintonia com as políticas monetárias para o sucesso do projeto. Contudo não foi isto que ocorreu no projeto Europeu. Havia diferenças significativas nos níveis de desenvolvimento dos países pertencentes a Zona do Euro. Havia a expectativa de convergência para um nível de desenvolvimento comum, contudo os desequilíbrios fiscais foram se acentuando ao longo do tempo e colapsaram após a grande crise financeira ao final da primeira década. Nesse contexto, o BCE precisou assumir ajustar sua conduta, deixando de procurar apenas a estabilidade de preços e visando salvar a união monetária. Neste trabalho discutimos as políticas no momento inicial, pré-crise, em que havia um período de certa estabilidade econômica. Após analisamos a necessidade do sistema financeiro mundial se reinventar, tendo em vista que surgia uma crise sem precedentes e as políticas convencionais já não surgiam efeito.

O Banco Central Europeu não foi o único a precisar adotar medidas não convencionais, mas suas políticas afetavam os balanços de uma série de países heterogêneos, com diferenças estruturais e fiscais. Essas medidas foram, até certo ponto, capazes de aliviar a tensão e garantir certa estabilidade. Entretanto, ocorreu o agravamento da crise da dívida na Europa e o BCE anuncia algumas medidas para tentar evitar uma restrição ainda maior no crédito. Com a piora nas condições de

financiamento, o BCE anuncia o que permitia intervir no mercado secundário de títulos soberanos como forma de acalmar os mercados.

Há um debate e análise sobre a necessidade de intervenção do BCE no campo fiscal. Ao adotar medidas de flexibilização de crédito e adotando a postura de “credor de última instância” o BCE acaba fugindo de seus objetivos principais, tendo também sua independência questionada. Contudo, o sucesso nos programas e políticas adotados, que evitaram o colapso da economia europeia e da Zona do Euro, após duas crises críticas, demonstram como medidas emergenciais foram necessárias, mas, que estas não devem ser a regra para o futuro.

Em 2014, ainda de acordo com Hartmann & Smets (2018), com um cenário macroeconômico ainda fragilizado e um risco sério de deflação, o BCE adota um novo programa de compras de ativos, visando reaquecer a economia.

Ao longo desses 20 anos o BCE conseguiu contornar as crises que assolaram o continente europeu, precisando recorrer a novas formas de transmitir sua política monetárias e assumindo novos papéis no comando da Zona do Euro. Essa mudança de perfil e atuação foi feita com base nas críticas de Neyer (2018), Illing (2018), Issing (2018) e Mishkin (2012).

## REFERÊNCIAS

AGUILAR, P., Ó. ARCE, S. HURTADO, J. MARTINEZ-MARTIN, G. NUNO and C. THOMAS (2020). “The ECB monetary response to the COVID-19 crisis”, **Occasional Paper**, No 2026, Banco de España.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. **European Economy**. Brussels, n. 44, p. 1-347, Oct. 1990.

COUR-THIMANN, P & WINKLER, . “The ECB’s non-standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure”. **ECB Working Paper Series** n. 1528, 2013.

DE GRAUWE, P. **Economics of Monetary Union**. 8th Ed. Oxford: Oxford, University Press, 2009. 304 p.

DE GRAUWE, P. The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets. **CESifo Economic Studies**, Oxford, v. 59, n. 3, p. 520 – 535, 2013.

ECB Statistical Data Warehouse: <https://sdw.ecb.europa.eu/>. Acessado em 10/10/2022.

GOODHART, C. The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas. **European Journal of Political Economy**, London, n. 14, p. 407- 432. Aug. 1998.

HARTMANN, P & SMETS, F. The First Twenty Years of the European Central Bank: Monetary Policy. **ECB Working Paper** No. 2219. 2018

ILLING, G., 20 Jahre Euro: eine Erfolgsgeschichte?. **Wirtschaftsdienst** n. 98, p. 852– 855, 2018.

ISSIING, O., 20 Jahre Euro: eine Erfolgsgeschichte?. **Wirtschaftsdienst** n. 98, p. 856– 860, 2018.

KENEN, P. B. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, in: **Monetary Problems of the International Economy**, edited by Robert A. Mundell and Alexander K. Swoboda, Chicago: The University of Chicago Press, p. 41-60. 1969.

MCKINNON, R. Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 53, n. 4, p. 717-725, Sep. 1963.

MISHKIN, F. S. **Central Banking After Crisis**. Working Paper n.714. Central Bank of Chile, 2012.

MUNDELL, R. A. Theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 51, n. 4, p. 657-665. Sep.1961.

NEYER, U., 20 Jahre Euro: eine Erfolgsgeschichte?. **Wirtschaftsdienst** n. 98, p. 846–851, 2018.

PADOA-SCHIOPPA, T. The Euro and its Central Bank: Getting United after the union. **MIT Press**. Cambridge, 2004.

SCHELLER, H. K. The European Central Bank: History, Role and Functions. 2nd Ed. Frankfurt am Main: **European Central Bank**, 2006. 232 p.