

Occasional
Papers 2018

1

O Aprofundamento da União Económica e Monetária

João Amador | João Valle e Azevedo
Cláudia Braz



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Occasional
Papers 2018 **1**

O Aprofundamento da União Económica e Monetária

João Amador | João Valle e Azevedo
Cláudia Braz

DEZEMBRO 2018

As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são também da exclusiva responsabilidade dos autores.

Endereçar correspondência para:
Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos
Av. Almirante Reis 71, 1150-012 Lisboa, Portugal
T +351 213 130 000 | estudos@bportugal.pt



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2018 • www.bportugal.pt

O Aprofundamento da União Económica e Monetária

João Amador
Banco de Portugal
Nova SBE

João Valle e Azevedo
Banco de Portugal
Nova SBE

Cláudia Braz
Banco de Portugal

Dezembro de 2018

Resumo

Este artigo apresenta os desenvolvimentos no processo de aprofundamento da União Económica e Monetária, esclarecendo os argumentos económicos e identificando as escolhas que levaram ao seu atual desenho institucional. Complementarmente, é feita uma análise crítica das diferentes propostas de reforma em discussão, pretendendo-se identificar a forma mais eficiente de, numa perspetiva de longo prazo, assegurar o bom funcionamento da união monetária.

JEL: F02, F15, F36, H77

Keywords: Integração Europeia, Supervisão Macroeconómica, Regras Orçamentais, União Bancária.

Agradecimentos: Os autores agradecem os comentários e sugestões de Inês Alves, Nuno Alves, António Antunes, Isabel Barata, Luís Barroso, João Cunha Marques, Ana Diniz, Inês Drumond, Orlando Gonçalves, Cristina Nascimento, Maximiano Pinheiro e Daniel Sousa Carvalho. As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade dos autores, não correspondendo necessariamente às posições do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

E-mail: jamador@bportugal.pt; jvazevedo@bportugal.pt; crbraz@bportugal.pt

1. Introdução

1.1. *A Gênese da União Económica e Monetária*

O euro foi criado em 1 de janeiro de 1999 e constituiu um marco histórico no processo de integração europeia, concretizando um dos objetivos para a União Económica e Monetária (UEM) da União Europeia (UE), preconizado no Tratado de Maastricht assinado em 1992. Pela primeira vez na história contemporânea, um grupo de Estados soberanos abdicava da sua moeda nacional para adotar uma moeda comum, dando origem à designada área do euro. Este passo significativo trouxe benefícios mas colocou também importantes desafios económicos e políticos. Na sequência da crise económica e financeira de 2008, uma sucessão de acontecimentos despoletou a designada crise das dívidas soberanas na área do euro, que levou a um forte agravamento das condições económicas e financeiras em vários Estados-membros. Esta crise perturbou grandemente o normal funcionamento da política monetária, colocando mesmo em risco a sobrevivência da área monetária.

Os custos económicos e sociais desta crise foram elevados e ainda não foram totalmente ultrapassados. Neste contexto, ficou claro para o conjunto dos decisores de política da UE e dos Estados-membros que seriam imprescindíveis reformas tendentes a aprofundar a UEM, como forma de melhorar o seu funcionamento corrente e afastar novas crises de natureza sistémica, com custos económicos, sociais e políticos imprevisíveis. Este artigo procura descrever e avaliar de forma simplificada o processo de reforma tendente ao aprofundamento da UEM.

A criação de uma UEM na Europa foi alvo de discussão desde o final dos anos sessenta. No entanto, o fraco compromisso político, as divisões sobre as prioridades da integração europeia e as crises económicas limitaram os avanços nesta área. O Relatório Werner, em 1970, e a criação do Sistema Monetário Europeu (SME), em 1979, foram etapas intermédias deste processo. Contudo, apenas com o Relatório Delors de 1989 se estabeleceu um planeamento detalhado para a criação da UEM, parte do qual foi concretizado com a assinatura do Tratado de Maastricht em 1992. Nesta fase, o bom desempenho económico e a necessidade política de reforçar o projeto europeu após a reunificação da Alemanha permitiram alcançar os compromissos políticos e económicos necessários à preparação da UEM.

Várias vantagens eram apontadas para a criação da área monetária. Em primeiro lugar, a moeda única permitiria completar a criação do mercado único, onde se previa a livre circulação de bens, serviços, pessoas e capitais, eliminando o risco cambial e reduzindo fortemente os custos de transação. Em segundo lugar, a condução de política monetária por parte de uma autoridade supranacional independente – o BCE – garantiria a vigência de um regime de estabilidade de preços, contribuindo desta forma para o crescimento económico. No entanto, a UEM comportava riscos e desafios. No essencial, a ausência

do instrumento monetário não permitia acomodar diferenciais temporários de competitividade entre as economias pela via de desvalorizações, com reflexo em termos de continuados desequilíbrios nas contas externas. Adicionalmente, o regime de baixas taxas de juro e a facilidade no acesso a liquidez propiciaram o prolongamento de situações de desequilíbrio macroeconómico. Por fim, vigorou a perspectiva de que os mercados financeiros seriam capazes de avaliar os riscos de crédito ao nível dos agentes individuais, eliminando o designado risco-país. Neste contexto, a área do euro funcionaria tal como uma união monetária dentro de um Estado soberano, tornando pouco relevante o próprio conceito de desequilíbrio externo.

A exigência de cumprimento de critérios de convergência nominal para a participação na área do euro e o compromisso sobre a disciplina na condução das finanças públicas associado às regras orçamentais inscritas no Pacto de Estabilidade e Crescimento deveriam garantir a estabilidade da UEM. No entanto, a realidade veio demonstrar que estes elementos eram insuficientes e as expectativas criadas revelaram-se irrealistas. Durante a grande moderação, os mercados financeiros revelaram-se incapazes de distinguir as diferentes realidades nacionais. No contexto da crise financeira internacional surgiu efetivamente alguma segmentação, especialmente nos países com maiores desequilíbrios macroeconómicos, mas o rápido agravamento dos prémios de risco para a dívida soberana e para os agentes privados colocou riscos sistémicos e potenciou ajustamentos macroeconómicos com perfis muito marcados.

1.2. As Dificuldades da União Económica e Monetária

As dificuldades existentes na UEM têm diferentes naturezas. Em primeiro lugar, surge um conjunto de questões que se relacionam com critérios que a literatura económica normalmente apresenta para que uma área monetária funcione adequadamente (teoria das áreas monetárias ótimas). Esta teoria foi inicialmente formulada por Mundell (1961), complementada por McKinnon (1963) e depois por Kenen (1969) e apresenta um conjunto de critérios para avaliar a adequação da participação de um país numa união monetária. Esses critérios são normalmente divididos em dois grupos. O primeiro grupo consiste em critérios que reduzem a exposição dos países-membros a choques assimétricos (que afetam desproporcionalmente uma dada economia), tais como semelhanças na estrutura produtiva e o seu grau de especialização, bem como a abertura ao comércio. O segundo grupo de critérios considera elementos que caracterizam a capacidade de ajustamento a choques assimétricos, tais como a homogeneidade de preferências, a mobilidade dos trabalhadores e elementos de federalismo fiscal.

A semelhança nas estruturas produtivas leva a que um choque exógeno seja sentido de forma idêntica pelo conjunto dos Estados-membros, permitindo uma resposta estabilizadora da política monetária comum. Porém, caso o choque tenha efeitos assimétricos no conjunto dos países, a política monetária

comum não surge como um instrumento de resposta adequado. Um argumento semelhante aplica-se ao grau de especialização das economias (critério de Kenen). No entanto, a ideia de que a UEM assenta numa profunda integração económica baseada na plena liberalização das trocas introduz um elemento de tensão. Com efeito, o comércio promove a especialização nos setores onde existe vantagem comparativa, reforçando assim a probabilidade de se observarem choques assimétricos resultantes de perturbações setoriais. No entanto, uma maior abertura ao comércio (critério de McKinnon) pode também conduzir a um melhor funcionamento da união monetária. No contexto de elevada integração comercial, a probabilidade de variações de preços nos setores transacionáveis serem transmitidas entre países aumenta. Deste modo a taxa de câmbio nominal deixa de ser um instrumento de política atrativo, pois as mudanças no seu valor nominal são rapidamente seguidas por mudanças nos preços, deixando a taxa de câmbio real inalterada. A existência de homogeneidade de preferências entre países relativamente aos parâmetros da política macroeconómica (por exemplo a taxa de inflação e a taxa de desemprego) facilita a condução da política monetária comum. Adicionalmente, a homogeneidade de preferências facilita o processo de tomada de decisão, em especial nos momentos de crise. A mobilidade de trabalhadores constitui mais um elemento de ajustamento numa união monetária, permitindo que aumentos do desemprego num país afetado por um choque idiosincrático adverso levem a saídas de trabalhadores para os países com maiores taxas de crescimento da atividade. No entanto, pode argumentar-se que a saída de trabalhadores, designadamente os mais empreendedores e qualificados, constitui em si mesmo um fator limitador do crescimento potencial a médio e longo prazo. Finalmente, os elementos de federalismo fiscal associados à existência de transferências automáticas para os países com pior desempenho cíclico poderão desempenhar um efeito estabilizador, semelhante ao dos estabilizadores automáticos existentes nos países individuais. Tal capacidade pressupõe a existência na união monetária de instrumentos tributários e programas de despesa comuns (por exemplo subsídios de desemprego, pensões ou programas de apoio ao investimento). Refira-se que as propostas mais recentes relativas à existência de fundos orçamentais centralizados com o objetivo de estabilização macroeconómica procuram evitar transferências permanentes entre países, focando-se nos elementos de partilha de risco, promoção de reformas e convergência.

Uma reflexão abrangente permite concluir que a UEM não cumpre a totalidade dos critérios apontados para uma área monetária ótima. Em particular, os elementos de federalismo fiscal e a mobilidade de trabalhadores são muito reduzidos, especialmente quando comparados com a realidade de outras uniões monetárias (como por exemplo os EUA). Adicionalmente, não existe uma marcada homogeneidade de preferências nos Estados-membros, o que também se reflete na existência de tensão entre as dimensões federalista e intergovernamental que convivem desde o início do projeto de integração

européu. Neste contexto, vários autores têm referido a ideia de que a integração económica europeia foi baseada na hipótese de endogeneidade, ou seja, que a integração política seguir-se-ia automaticamente ao aumento de bem-estar obtido através da integração económica. Em síntese, a visão otimista acreditava que a UEM levaria à criação das condições para a existência de uma área monetária ótima *a posteriori*, enquanto a visão pessimista advogava que a UEM geraria um agravamento das divergências económicas.

Em segundo lugar, os critérios estabelecidos para o acesso à união monetária apresentam uma natureza estritamente nominal. Deste modo, após a entrada, os países que transitam de regimes com inflação e taxas de juro mais elevadas estão sujeitos a estímulos sobre consumo e o investimento que implicam crescimentos significativos das importações. Uma política orçamental contracíclica não é, regra geral, suficiente para mitigar estes estímulos de procura interna. Acresce que, em períodos economicamente favoráveis, a política orçamental tende tipicamente a assumir uma natureza prócíclica. Adicionalmente, a persistência de diferenciais de competitividade, quando desfavoráveis para os países que sofrem o choque associado à adesão à UEM, limitam a capacidade de crescimento das exportações e acabam por implicar desequilíbrios nas contas externas. O conjunto de critérios de entrada na UEM surge portanto como parcial e desligado de questões de competitividade.

Em terceiro lugar, as regras orçamentais originalmente inscritas no enquadramento legal da UEM revelaram-se insuficientes e têm sido repetidamente revistas. Por um lado, estas dificuldades decorrem da inconsistência intertemporal das regras, ou seja, do facto de existir um forte incentivo a evitar os custos decorrentes da sua aplicação em momentos de crise económica. Por outro lado, as sucessivas revisões das regras introduziram um grau de complexidade considerável, fragilizando a sua implementação prática. Em larga medida, o processo de decisão é suscetível à pressão política por parte dos países e acabou por conduzir a uma perda de credibilidade e de eficácia do mecanismo de supervisão orçamental. A existência de automatismo nas sanções previstas para os casos de violação das regras orçamentais tem sido discutida mas revela-se de difícil implementação. Neste contexto, é importante que a reforma das regras orçamentais europeias, a ser implementada no futuro próximo, traduza uma genuína vontade política de todos os Estados-membros, permitindo desta forma um reforço significativo da credibilidade de todo o mecanismo de supervisão macroeconómica.

Em quarto lugar, a arquitetura original da UEM deixou os instrumentos de garantia de confiança no sistema bancário a cargo dos Estados-membros. Em geral, estes instrumentos pressupõem a capacidade para mobilizar recursos financeiros na eventualidade de ocorrência de problemas bancários com impacto sistémico. No entanto, a ausência de acesso alargado a liquidez por parte dos Estados-membros não permite o desempenho eficaz do papel de prestamista de última instância ou a garantia de um sistema de seguro de depósitos. Refira-se que estas são as matérias centrais na discussão da União Bancária e serão

detalhadas ao longo deste artigo. Em síntese, pode dizer-se que em termos da estabilidade do sistema financeiro, a arquitetura institucional da UEM estava claramente incompleta no momento do seu arranque.

A UEM não conseguiu enfrentar de forma aceitável a primeira crise económica internacional surgida depois da sua criação. Após a crise das dívidas soberanas na área do euro, iniciaram-se múltiplos esforços tendentes a aprofundar a UEM e a evitar a repetição dos problemas passados. A atual agenda de reforma é alargada e exigente do ponto de vista dos compromissos políticos a alcançar. Embora existam progressos significativos, o processo de reforma está ainda incompleto em dimensões importantes. O prolongamento do processo de reformas aumenta necessariamente a probabilidade de que a nova arquitetura da UEM não esteja implementada a tempo de resistir adequadamente a uma nova crise internacional, que inevitavelmente surgirá. A maturidade do atual ciclo económico adensa estas preocupações.

Este artigo procura guiar o leitor através dos desenvolvimentos no processo de aprofundamento da UEM, esclarecendo os argumentos económicos e identificando as escolhas feitas pelos decisores, e que levaram ao atual desenho institucional. Adicionalmente, é feita uma análise crítica das diferentes propostas em discussão, pretendendo-se identificar a forma mais eficiente de, numa perspetiva de longo prazo, assegurar o bom funcionamento da união monetária.

Os argumentos de economia política subjacentes aos processos de decisão são, pela sua relevância, tidos em consideração ao longo do artigo. Estas questões manifestam-se nas várias dimensões de análise. Por exemplo, em diversos pontos deste artigo referem-se a complexidade e a inconsistência das regras existentes e das propostas de reforma para a UEM. No entanto, tal situação decorre da negociação de compromissos entre um número alargado de Estados-membros e também entre as diversas instituições europeias que participam no processo legislativo (Comissão, Conselho e Parlamento Europeu). Neste sentido, a complexidade e a inconsistência frequentemente apontadas podem ser vistas como o preço a pagar para alcançar progresso em áreas sensíveis. Contudo, mas tal não deve redundar em paralisia em áreas críticas nem impedir o esforço para alcançar melhores soluções no futuro.

O remanescente deste artigo está organizado da seguinte forma: A secção 2 apresenta as questões relacionadas com a supervisão macroeconómica, designadamente o Semestre Europeu, o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos, os mecanismos de apoio às reformas estruturais, as regras orçamentais e os mecanismos de estabilização macroeconómica. Na secção 3 analisam-se os mecanismos de seguro e de resolução de crises, designadamente a União Bancária, o Mecanismo Europeu de Estabilidade e o Programa de Transações Monetárias Definitivas do BCE. Na secção 4 discutem-se algumas iniciativas de incentivo à partilha de risco privada na UEM: a criação de um ativo europeu sem risco e a União dos Mercados de Capitais. Na secção 5 apresentam-se algumas considerações finais.

2. A Supervisão Macroeconómica

2.1. O Semestre Europeu

A última crise económica demonstrou a necessidade de uma governação económica mais forte e de uma melhor coordenação das políticas entre os Estados-membros da UE com vista a evitar desequilíbrios e a contribuir para a convergência e estabilidade no conjunto da UE. Até à crise da dívida soberana na área do euro, em 2010, os procedimentos de coordenação das políticas económicas eram aplicados sem articulação entre si. Posteriormente, os Estados-membros passaram a sincronizar os calendários e a racionalizar o processo de forma a alinhar as políticas nacionais orçamentais, de crescimento e de emprego. Adicionalmente, foram alargados os domínios de supervisão e de coordenação das políticas macroeconómicas para além da área orçamental, passando a incluir, por exemplo, os desequilíbrios externos. Neste contexto, em 2010 o Conselho Europeu decidiu criar o Semestre Europeu, cuja base jurídica é o designado “*six-pack*”, um conjunto de seis atos legislativos que reformaram o Pacto de Estabilidade e Crescimento.

O Semestre Europeu corresponde a um conjunto de ações de coordenação macroeconómica que tem lugar nos primeiros seis meses de cada ano (Gráfico 1). Durante este período os Estados-membros procedem ao alinhamento das políticas orçamentais e económicas nacionais pelas regras e objetivos fixados a nível da UE, incluindo um conjunto de recomendações específicas aos países. No primeiro momento, os técnicos da Comissão Europeia visitam os Estados-membros para discussões técnicas aprofundadas nas várias áreas económicas, às quais se segue a publicação de um relatório de país (*country report*) descrevendo a situação económica e financeira, bem como o grau de concretização das anteriores recomendações. Seguidamente, os países produzem o designado Plano Nacional de Reformas, onde se inscrevem prioridades de política e as reformas previstas. Em paralelo, são apresentados os Programas de Estabilidade, contendo os planos orçamentais a três anos, os quais são alvo de uma avaliação autónoma por parte da Comissão Europeia. Posteriormente, com base no conjunto de elementos disponíveis, a Comissão prepara um conjunto de recomendações específicas, enquadradas pela sua avaliação da situação económica. Estas recomendações incidem em ações passíveis de ser alcançadas nos 12-18 meses seguintes e são posteriormente alvo de votação pelo conjunto dos Estados-membros no final do primeiro semestre do ano, sendo adotadas pelos Governos nacionais. As recomendações específicas aos países devem estar enquadradas nas prioridades identificadas ao nível da UE no designado *Annual Growth Survey*. No segundo semestre, os países devem proceder à implementação das recomendações aprovadas e preparar o novo ciclo orçamental (Gráfico 1).

O primeiro ciclo do Semestre Europeu teve lugar em 2011. Esta reforma na arquitetura de coordenação de políticas teve uma implementação eficaz e

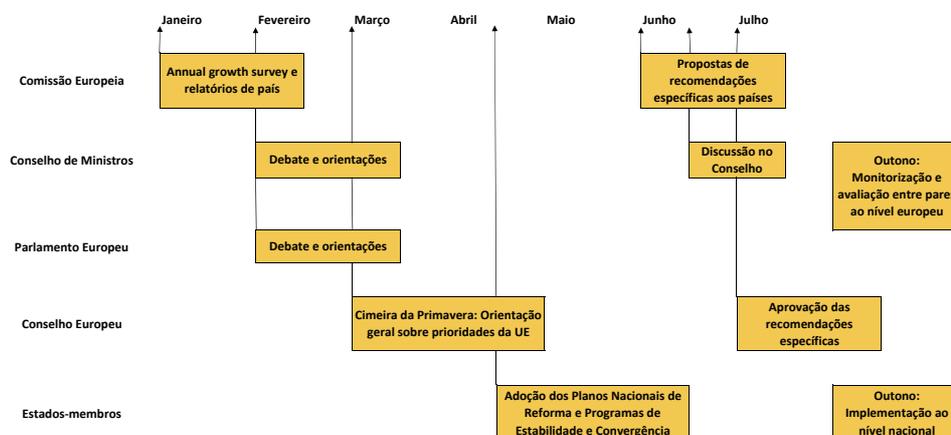


GRÁFICO 1: Calendarização do Semestre Europeu

Fonte: Comissão Europeia

tem sido alvo de alguns ajustamentos. Presentemente, procura-se obter uma contenção no número de recomendações específicas a cada país e a agilização do processo de discussão das mesmas, através de consultas prévias com as autoridades nacionais. No entanto, o grau de implementação das recomendações específicas aos países é manifestamente reduzido. De acordo com uma avaliação da Comissão Europeia, relativamente ao exercício de 2011-2015, 28 por cento das recomendações aos países tinham registado progresso limitado e 6 por cento não tinham registado qualquer progresso. Adicionalmente, têm-se colocado questões relacionadas com a consistência das recomendações entre países, ao longo do tempo e em termos da sua articulação com a dimensão da área do euro. Na discussão das recomendações específicas, especialmente no que concerne à área do euro, surgem frequentemente divergências entre Estados-membros que decorrem das agendas políticas nacionais e de diferenças nas preferências quanto às variáveis macroeconómicas. É ainda relevante apontar o significativo poder da Comissão Europeia neste processo, pois as suas recomendações são aprovadas a menos que o Conselho as decida rejeitar por maioria qualificada.

2.2. Procedimento Relativo aos Desequilíbrios Macroeconómicos

O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos enquadra-se no ciclo anual de supervisão multilateral europeia (artigo 121 do Tratado sobre o funcionamento da UE) e visa identificar, prevenir e eliminar desequilíbrios macroeconómicos excessivos e suscetíveis de afetar a estabilidade económica num determinado Estado-membro, na área do euro ou no conjunto da UE. O enquadramento legal assenta nos regulamentos 1176 e 1174 de 2011, que

são peças legislativas do designado “*six-pack*”. O segundo destes regulamentos especifica um mecanismo de sanções associado à não implementação das recomendações do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos, ou seja, a par do braço preventivo procurou-se implementar um braço corretivo.

O procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos assenta na existência de um *scoreboard* com 14 indicadores macroeconómicos (mais 25 indicadores auxiliares), onde se incluem variáveis orçamentais, e onde a situação de cada Estado-membro é comparada com limiares pré-estabelecidos (ver Apêndice A). Essa avaliação leva a Comissão à classificação do país numa escala de quatro níveis que se inicia na categoria “sem desequilíbrios macroeconómicos” e termina na situação de “desequilíbrios macroeconómicos excessivos com ação corretiva”. Neste último caso são aplicados aos países planos de ação corretivos no âmbito do Procedimento de Desequilíbrios Excessivos.

No contexto do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos, a Comissão elabora o Relatório Anual do Mecanismo de Alerta, selecionando os países para os quais uma “análise aprofundada” é necessária. As análises aprofundadas são documentos analíticos da Comissão destinadas a avaliar a gravidade dos desequilíbrios macroeconómicos. Podem também ser realizadas análises aprofundadas no caso de desenvolvimentos económicos inesperados que exijam análise urgente. Desde 2015, as análises aprofundadas foram incorporados nos relatórios dos países no âmbito do semestre europeu. O processo de “monitorização específica” aos Estados-membros da UE com desequilíbrios ou desequilíbrios excessivos envolve um diálogo intensificado com as autoridades nacionais, bem como relatórios de progresso e recomendações de política.

Presentemente, o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos constitui uma importante componente do processo de supervisão macroeconómica na UE. No entanto, existem elementos de tensão. Em primeiro lugar, questiona-se a compatibilidade de alguns indicadores existentes no *scoreboard*. Por exemplo, o cumprimento dos indicadores referentes às taxas de desemprego pode ser incompatível com a correção de desequilíbrios externos que tendem a exigir reduções do volume de atividade económica. Em segundo lugar, alguns países contestam o facto de existir um limiar superior para o saldo da balança corrente em percentagem do PIB, dando origem a um desequilíbrio macroeconómico a ser corrigido. Em particular, os países visados afirmam que tais excedentes são estruturais e por isso de difícil ou impossível correção. Por fim, surgem críticas devido ao facto de, mesmo em situações graves, as avaliações existentes nunca terem conduzido a ações corretivas, facilitando-se também de forma injustificada o desagravamento do procedimento. Tal situação corresponde ao padrão anteriormente existente com o Procedimento dos Défices Excessivos e resulta da inconsistência intertemporal no cumprimento das regras, aliada a défices de credibilidade na sua aplicação.

2.3. Apoio às Reformas Estruturais

Em 31 de maio de 2018, a Comissão apresentou uma proposta para um regulamento estabelecendo um Programa de Apoio às Reformas.¹ O objetivo do programa seria apoiar a implementação de reformas estruturais e consistiria em três instrumentos: um mecanismo de convergência (até 2,16 mil milhões de euros) para prestar apoio técnico e financeiro aos Estados-membros que pretendam adotar o euro; apoio técnico aos Estados-membros (até 840 milhões de euros), a pedido destes, para a elaboração e implementação de reformas, com base na experiência do Serviço de Apoio às Reformas Estruturais; e a Ferramenta de Implementação de Reformas (até 22 mil milhões de euros) para fornecer apoio financeiro à adoção das principais reformas identificadas no contexto do Semestre Europeu.

Esta proposta foi bem acolhida, uma vez que é consensual a perspetiva de que é necessário reforçar o crescimento potencial e aumentar o nível de implementação das reformas apresentadas no âmbito das recomendações específicas aos países. No entanto, os contornos finais do programa estão ainda por definir e há vários pontos alvo de discussão. Em primeiro lugar, existem questões relativamente aos elementos de elegibilidade dos países, discutindo-se a adequação de um critério associado ao PIB per capita em percentagem da média da UE28. Em segundo lugar, têm sido suscitadas questões relativas às competências da Comissão e do Conselho na definição das reformas a ser alvo de apoio. Em terceiro lugar, levantam-se questões legais num contexto em que as políticas de coesão e de coordenação macroeconómica têm enquadramentos diferentes. Com efeito, a perspetiva da Comissão de que este programa consiste numa ferramenta da política de coesão colide com a noção de que as recomendações específicas aos países têm por base a necessidade de coordenação macroeconómica, sendo enquadradas no Semestre Europeu.

2.4. Regras Orçamentais

A supervisão orçamental ao nível da UEM assenta atualmente num conjunto relativamente vasto e complexo de textos legais. Desde a adoção do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), em 1997, têm-se verificado ao longo das últimas duas décadas alterações significativas e justaposições de regras e procedimentos orçamentais (Gráfico 2).² Apesar das regras definidas à partida serem aparentemente simples e fáceis de comunicar, a sua implementação

1. Veja-se o texto da proposta em: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-reform-support-programme-regulation_en.pdf

2. Para um acesso rápido a toda a legislação associada ao PEC, veja-se: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/legal-basis-stability-and-growth-pact_en

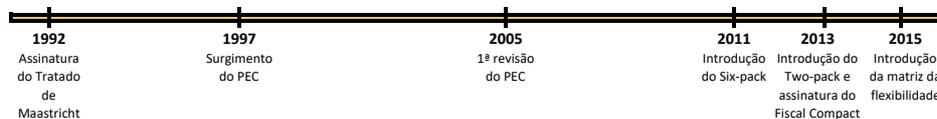


GRÁFICO 2: Cronologia do mecanismo de supervisão orçamental na UE

prática revelou-se problemática. As questões de implementação têm estado, em larga medida, na origem das sucessivas reformas. O limite de três por cento do PIB para o défice foi interpretado como um objetivo por diversos Estados-membros, não existindo os mecanismos para assegurar uma convergência das posições orçamentais para uma situação próxima do equilíbrio ao longo do ciclo económico. Em simultâneo, verificaram-se diversas tentativas de exploração das aparentes lacunas nos procedimentos estatísticos que levaram a sucessivas revisões e clarificações também nesta vertente. O critério para a dívida foi apenas tentativamente operacionalizado em 2011. Nos últimos anos, tem-se adensado o tom crítico ao mecanismo de supervisão orçamental na UE. Para além da falta de eficácia, as principais críticas estão atualmente centradas na complexidade das regras orçamentais, na falta de consistência interna e no deficiente processo de decisão, o qual é inevitavelmente politizado.

A análise da eficácia passada do mecanismo europeu de supervisão orçamental afigura-se difícil dada a impossibilidade de construção de um cenário contrafactual. A recente crise económica colocou à prova o PEC, na medida em que a exigência de consolidação orçamental em períodos recessivos tem pouco apoio por parte dos governos. Em períodos de expansão económica o PEC tem-se revelado incapaz de gerar os incentivos à acumulação de “*buffers*”, ou seja, contrariar o carácter procíclico da política orçamental. Ainda assim, atualmente apenas um país da área do euro se encontra em défice excessivo e a maioria dos países já alcançou ou está próximo do seu objetivo de médio prazo, apesar da situação orçamental dos diferentes Estados-membros ainda diferir substancialmente. Por este motivo existe a perceção de que o mecanismo de supervisão orçamental foi em certa medida eficaz, permitindo evitar em vários momentos do tempo e em diversos países, em particular naqueles com pouca tradição de disciplina orçamental, um agravamento da situação das finanças públicas.

A crítica à complexidade do mecanismo de supervisão orçamental é facilmente suportada pelo facto do conjunto de textos legais que dele fazem parte ser muito extenso e de conteúdo intrincado.³ Com efeito, este conjunto de textos inclui uma multiplicidade de regras baseadas em diferentes indicadores orçamentais (saldo orçamental, saldo estrutural, despesa pública e dívida

3. A título ilustrativo, refira-se que a atual edição do *Vade Mecum* do PEC tem 220 páginas.

pública), nem sempre consistentes entre si. O facto de alguns indicadores terem uma fórmula de cálculo relativamente complicada e pouco transparente (como a regra da despesa) e de se basearem em variáveis não observáveis (como o hiato do produto no caso do saldo estrutural) acresce às dificuldades. Os procedimentos de implementação prática são igualmente complexos. Em consequência, o grau de previsibilidade na aplicação das regras diminui significativamente, gerando incerteza e a possibilidade de escolha seletiva pelos decisores políticos, tornando também mais difícil a comunicação ao público em geral. Importa, no entanto, perceber que a complexidade resultou da sedimentação do PEC ao longo do tempo. Quando tomadas individualmente, as sucessivas alterações e reformas tiveram mérito, no sentido em que procuraram melhorar as regras existentes e adequá-las à realidade económica. Refira-se, a título ilustrativo, que a introdução do objetivo de médio prazo procurou garantir situações orçamentais equilibradas ao longo do ciclo económico, a regra da despesa visou melhorar o controlo deste agregado em períodos favoráveis do ciclo económico, a regra da dívida permitiu operacionalizar o critério e reforçar o controlo orçamental e a “matriz da flexibilidade” (ver Apêndice B) e as cláusulas de investimento e reformas estruturais procuraram adequar o esforço estrutural requerido às condições económicas existentes em cada momento.⁴ É óbvio, neste contexto, o “trade-off” entre simplificação e adequação.

O desenho das regras é fundamental mas por si só não assegura a sua efetiva implementação prática. Com efeito, a aplicação das regras orçamentais, decidida pelo conjunto dos Estados-membros com base em propostas da Comissão Europeia, tem sido alvo de críticas. No âmbito do processo de decisão política é difícil para um Estado-membro criticar a política orçamental adotada por um parceiro. Para além da existência desta pressão pelos pares, o PEC prevê um conjunto de sanções pecuniárias que na prática nunca foram aplicadas. Adicionalmente, a introdução da regra de maioria qualificada revertida em determinadas fases do processo de supervisão orçamental, que representou uma tentativa de criar um maior automatismo das sanções por via do reforço dos poderes da Comissão, poderá ter sido contraproducente. Com efeito, é possível que tenha tornado mais improvável a adoção a montante de decisões que posteriormente possam vir a gerar uma proposta de aplicação de uma sanção.

A nova reforma do PEC deverá ocorrer até 2025. A redução da complexidade desnecessária e a eliminação das inconsistências internas deverá ser um dos objetivos fundamentais desta reforma. Tal não significará, em princípio, voltar a um sistema de supervisão baseado em regras demasiado simples que já se revelaram pouco eficazes no passado. Diversas opiniões de instituições e especialistas na matéria, publicadas nos últimos meses, recomendam a adoção

4. A designada “matriz da flexibilidade” foi introduzida em 2015 e adequa, no braço preventivo do PEC, o ajustamento estrutural requerido às condições económicas e ao rácio da dívida.

do rácio da dívida pública como âncora de longo prazo no mecanismo de supervisão orçamental (ver, por exemplo, Bénassy-Quéré *et al.* (2018)). Esta variável seria complementada por um indicador operacional que no curto prazo garantiria a convergência do rácio da dívida para um nível sustentável. Parece haver alguma preferência para que este indicador consista numa regra da despesa, líquida do impacto de medidas discricionárias do lado da receita e das despesas em juros, mas definida de forma mais simples que a atual e baseada em informação pública disponível. Esta opção teria, entre outras, a vantagem de não permitir o uso de “revenue windfalls” para o cumprimento dos compromissos, contribuindo assim para mitigar o carácter procíclico da política orçamental.⁵

A descentralização no processo de decisão associado à implementação das regras orçamentais tem sido também debatida no contexto da maior relevância assumida pelos conselhos de finanças públicas na esfera nacional. No entanto, importa destacar a significativa heterogeneidade destas instituições nos Estados-membros, particularmente em termos dos seus poderes legais, recursos e reputação. Com efeito, um papel mais ativo no mecanismo de implementação da supervisão orçamental multilateral requer um reforço substancial dos seus poderes em diversos países.

Apesar de existir consenso em torno da necessidade de políticas orçamentais sustentáveis numa união monetária, algumas propostas colocadas a debate continuam a referir a possibilidade da disciplina orçamental ser imposta exclusivamente pelos mercados financeiros, não havendo necessidade de regras definidas centralmente. No entanto, o comportamento dos mercados é difícil de antecipar e em diversos momentos do passado a sua reação revelou-se tardia e frequentemente demasiado penalizadora. Por último, refira-se que o grau de ambição na reforma das regras orçamentais europeias vai depender crucialmente da vontade política das partes envolvidas. Até ao momento, esta ambição tem-se apresentado como muito moderada.

2.5. Estabilização Macroeconómica

No domínio das finanças públicas, o debate sobre o aprofundamento da UEM tem-se centrado também na necessidade de intensificar a partilha de riscos entre os Estados-membros. Em particular, discute-se a criação de um instrumento que poderia assumir a forma de um fundo orçamental centralizado cujo objetivo seria a estabilização macroeconómica. Este instrumento acumularia contribuições dos Estados-membros nos momentos ciclicamente favoráveis para financiar medidas expansionistas em períodos recessivos. Assim, a política orçamental poderia complementar o papel da política monetária em situações

5. Estes ganhos extraordinários de receita (revenue windfalls), muito frequentes em períodos de expansão económica, não são normalmente captados no ajustamento cíclico do saldo orçamental, contribuindo para a melhoria do saldo estrutural.

de grandes choques macroeconómicos, aumentando os níveis de resiliência e integração na UE. Em termos genéricos, é possível identificar algumas características desejáveis para um fundo orçamental centralizado. Este deverá ser utilizado apenas no caso de grandes choques macroeconómicos, dados os desfasamentos na implementação da política orçamental discricionária, e ter dimensão suficiente para permitir uma estabilização efetiva. Adicionalmente, deverá incentivar as boas práticas orçamentais, no sentido de minimizar o risco moral e promover o cumprimento das regras orçamentais e a acumulação de “*buffers*” nos períodos ciclicamente favoráveis. Quanto às regras de funcionamento, estas deverão estar claramente estabelecidas à partida e estar assentes em mecanismos de ativação automática. Por último, num período suficientemente longo, a posição de um país relativamente ao fundo deverá estar equilibrada, evitando-se transferências permanentes entre países. Com efeito, o apoio financeiro aos Estados-membros com menores níveis de rendimento per-capita, no âmbito de políticas de convergência orientadas para a promoção da coesão económica e social, deverá ser assegurado por outro tipo de instrumentos, que não têm por finalidade a estabilização macroeconómica.

Diversas propostas têm sido apresentadas para o possível desenho de um fundo orçamental (ver Carnot *et al.* (2017) e Arnold *et al.* (2018)). Quanto às condições de acesso, a ligação com o cumprimento das regras orçamentais europeias é um denominador comum mas com diferentes especificações. Por seu turno, as rubricas da despesa pública mais referidas como destino das transferências são o investimento público e os subsídios de desemprego, embora várias propostas permitam ao Estado-membro decidir onde aplicar os fundos. No que respeita às circunstâncias que desencadeiam o recurso ao fundo, algumas propostas iniciais referiam o crescimento do PIB e o hiato do produto, mas atualmente a taxa de desemprego é o indicador mais referenciado. Subsiste, no entanto, debate quanto à definição concreta dos critérios. Por fim, seria necessário estabelecer se o fundo orçamental distribui apenas os montantes acumulados ou se tem capacidade de endividamento, através, por exemplo, da emissão de dívida.

No âmbito das iniciativas para aprofundamento da UEM, a Comissão Europeia apresentou no final de maio de 2018 uma proposta para um Mecanismo Europeu para a Estabilização do Investimento Público (European Investment Stabilisation Function - EISF). Este instrumento é concebido para Estados-membros da área do euro e para os não participantes incluídos no Mecanismo de Taxas de Câmbio II. O referido mecanismo teria como objetivo atribuir assistência financeira aos Estados-membros afetados por grandes choques macroeconómicos, por via de empréstimos ligados ao orçamento comunitário, com vista a manter o nível médio de investimento público dos últimos cinco anos. O envelope financeiro total proposto ascende a 30 mil milhões de euros, o que pode ser considerado insuficiente para assegurar política de estabilização macroeconómica efetiva. O critério para ativar este

tipo de apoio seria baseado no nível e na variação da taxa de desemprego.⁶ Adicionalmente, está previsto um subsídio que cobre a totalidade das despesas em juros incorridas com o empréstimo. A concessão de apoio no âmbito deste mecanismo seria condicional ao cumprimento das decisões e recomendações no âmbito da supervisão orçamental e macroeconómica.⁷ Nos próximos meses, esta proposta da Comissão Europeia estará sujeita ao habitual processo de discussão política. Neste contexto, saliente-se que os líderes alemão e francês sublinharam em junho de 2018, na declaração de Meseberg, a relevância de um orçamento para a área do euro que fomente a competitividade e a convergência, fazendo referência explícita à questão da estabilização macroeconómica, por via de um fundo orçamental centralizado aplicado ao desemprego.⁸

3. Mecanismos de Seguro e de Resolução de Crises

3.1. *União Bancária*

A inexistência de um sistema bancário europeu, caracterizado por uma supervisão comum e instrumentos comuns para resolução de crises, foi prontamente reconhecida como uma falha clara no desenho original da UEM. Juntamente com a ausência de mecanismos de apoio para os soberanos, o eclodir da crise gerou a fragmentação dos sistemas bancários ao longo de fronteiras nacionais, resultante da forte relação entre a situação do sistema bancário e a sustentabilidade da dívida dos soberanos, independentemente da origem das tensões. Tal relação também existe em países que não pertencem a uma união monetária, mas com a diferença de que nesses casos o banco central é prestamista de última instância para bancos e soberanos, e os processos de decisão são naturalmente coordenados entre as várias autoridades, além de expeditos e pouco restritos.

Por um lado, aquela relação resulta da exposição direta dos sistemas bancários ao soberano, através da detenção de dívida pública, e da exposição indireta, através dos efeitos de medidas de ajustamento orçamental na carteira de crédito dos bancos, que são constituídas fundamentalmente por ativos domésticos. Por outro lado, a deterioração da situação dos bancos gera também problemas no soberano, uma vez que uma grande parte das responsabilidades

6. A taxa de desemprego deverá estar acima do nível médio dos últimos 15 anos e verificar um aumento anual superior a um ponto percentual.

7. As condições que têm de estar reunidas nos dois anos anteriores são: i) no âmbito do PEC, não poderão ter havido decisões do Conselho de ausência de ação efetiva nos braços preventivo e corretivo; ii) no âmbito do PDM, não poderão ter havido duas decisões/recomendações sucessivas do Conselho de ausência de ação efetiva. Adicionalmente, o estado membro não pode estar sujeito a um programa de assistência financeira.

8. Veja-se a Declaração de Meseberg em: <https://www.diplomatie.gouv.fr/en/country-files/germany/events/article/europe-franco-german-declaration-19-06-18>

dos bancos (depósitos, por exemplo) são garantidas pelo soberano, explícita ou implicitamente. Estas tensões acentuam-se num cenário de crise, criando o chamado “ciclo diabólico” na relação entre bancos e soberanos, agravado pelo facto de o soberano ser conduzido a salvar bancos. Tal leva à deterioração do risco de crédito do soberano imputado pelos mercados, o que pode gerar desconfiança adicional em relação ao sistema bancário. Note-se ainda que a concessão de liquidez de emergência aos bancos da área do euro é feita pelos bancos centrais nacionais (sem partilha de risco ao nível do Eurosistema), que em caso de perdas significativas têm de ser recapitalizados pelo respetivo Tesouro, o que, ainda que pouco provável, não contribui para mitigar aquele ciclo. Esta caracterização da relação entre bancos e soberano tem impactos significativos na transmissão da política monetária, que vê os seus efeitos mitigados pela menor operacionalidade do chamado canal de crédito, ainda que seja seguida pelo Eurosistema uma orientação fortemente acomodatória.

Perante o desenrolar da crise financeira e da crise das dívidas soberanas, a necessidade de uma União Bancária foi prontamente reconhecida, tendo sido dados passos relativamente céleres na sua implementação. A União Bancária assenta em três pilares essenciais: i) supervisão única para os bancos; ii) um mecanismo único de resolução para bancos em dificuldades; iii) um sistema de seguros de depósito harmonizado.

O Mecanismo Único de Supervisão (MUS) para o sistema bancário, obrigatório para os países da área euro e liderado pelo BCE, entrou em pleno funcionamento em novembro de 2014. O BCE supervisiona os bancos considerados “significativos”, ao passo que em relação a todos os outros há uma delegação das responsabilidades de supervisão nas autoridades nacionais, podendo o BCE, a qualquer momento, exercer a supervisão direta de qualquer banco, quando considerado necessário. Em qualquer caso as regras aplicáveis são as mesmas, enquadradas no denominado *single rule book*. O pilar da supervisão microprudencial é, assim, marcado por uma forte integração europeia, através da atribuição ao BCE da liderança e inerentes competências relevantes, ainda que com participação ativa das autoridades nacionais através dos mecanismos de cooperação instituídos. Quanto ao exercício de poderes de supervisão em relação a instituições menos significativas, a intervenção das autoridades nacionais competentes é balizada pela faculdade atribuída ao BCE de emitir regulamentos, orientações e instruções gerais.

O Mecanismo Único de Resolução, que tem como principal órgão de decisão o Conselho Único de Resolução, funciona em pleno desde janeiro de 2016. Atua no quadro do Regulamento do Mecanismo Único de Resolução, e em linha com a Diretiva de Recuperação e Resolução de Bancos (BRRD, no acrónimo inglês), a qual dá especial enfoque ao princípio orientador segundo o qual os

acionistas e credores dos bancos serão envolvidos na sua reestruturação, com vista a minimizar os custos para os contribuintes (*bail-in*).⁹

O Mecanismo Único de Resolução é responsável pela resolução de todos os bancos da União Bancária, atuando o Conselho Único de Resolução diretamente naquelas entidades supervisionadas pelo BCE - incluindo grupos transfronteiriços -, e noutras entidades cujos programas de resolução prevejam o recurso ao denominado Fundo Único de Resolução. As autoridades nacionais de resolução são responsáveis pela tomada de decisões relativamente a todas as outras entidades. Os Estados-membros podem, no entanto, delegar as suas competências e responsabilidades sobre todas as instituições no Conselho Único de Resolução. Em qualquer caso, as autoridades nacionais de resolução garantirão a implementação das decisões de resolução tomadas pelo Conselho Único de Resolução em linha com a legislação nacional. Tais decisões podem incluir a venda de parte do negócio dos bancos, a constituição de um banco de transição (*bridge-bank*) que continue a assegurar as funções críticas da entidade resolvida, a segregação e transferência de determinados ativos (para outra entidade responsável pela sua liquidação) e aplicar as já referidas medidas de *bail-in*: conversão de dívida em ações ou a eliminação dessa dívida de acordo com uma ordem pré-estabelecida, genericamente alinhada com a graduação de créditos em caso de insolvência, e que confere um tratamento especial aos depósitos de pessoas e de pequenas e médias empresas.

O Fundo Único de Resolução acima referido é constituído através de contribuições do setor bancário, atingindo gradualmente 1 por cento do total de depósitos cobertos (i.e. depósitos garantidos até €100.000) no conjunto das instituições de crédito abrangidas. Este fundo é baseado em compartimentos nacionais que serão também gradualmente convertidos num fundo comum (mutualizado) até 2024. Este fundo poderá conceder empréstimos ou garantias que assegurem que os bancos “resolvidos”, e não liquidados, prossigam a sua atividade enquanto são reestruturados. O fundo pode ainda ser utilizado com o objetivo de absorver perdas ou injetar capital nos bancos resolvidos aquando da aplicação de medidas de *bail-in*, sendo o montante máximo do apoio financeiro que pode ser prestado a um banco nestes casos correspondente a 5 por cento dos seus passivos, incluindo fundos próprios. Este tipo de apoio só poderá ocorrer após acionistas e outros credores assumirem perdas, que devem atingir o valor mínimo de 8 por cento dos mesmos passivos. Paralelamente, serão mantidos os fundos de resolução nacionais, que suportam medidas de resolução aplicadas a entidades que não estão incluídas no âmbito do Mecanismo Único de Resolução (entidades estas que na prática têm pouca expressão).

9. Veja-se o Regulamento que enquadra o Mecanismo único de Resolução em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0806&from=ENeDiretivadeRecuperaç~aoeResoluç~aodeBancosemhttps://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0059>

Finalmente, procurou-se harmonizar os sistemas de seguros de depósito tendo por base a Diretiva relativa aos Sistemas de Garantia de Depósitos, que determina a criação de fundos de garantia nacionais com características semelhantes, e que garantem o reembolso dos depósitos até €100.000 (por titular e por instituição de crédito), ainda que haja várias dimensões de heterogeneidade na transposição pelos Estados-membros. Estes fundos resultam também de contribuições dos bancos e deverão atingir o objetivo de 0,8 por cento dos depósitos cobertos por garantia até 2024. Realce-se o caráter não mutualizado destes fundos, que se mantêm nacionais, ao contrário do que sucede com o Fundo Único de Resolução. De facto, não existe ainda acordo em relação a um sistema Europeu de seguro de depósitos. O máximo que se prevê na Diretiva relativa aos Sistemas de Garantia de Depósitos é a possibilidade de empréstimos entre fundos nacionais.

A União Bancária representa um marco importantíssimo na evolução institucional da UEM. Em primeiro lugar, a homogeneização da ação de supervisão entre todos os países participantes assegura exigências e condições de concorrência - nesta dimensão - iguais. Garante também uma maior coordenação entre as autoridades nacionais no caso de instituições que operam em vários países. Assegurará também a prossecução de uma supervisão mais imparcial, pela redução da capacidade de soberanos e bancos se influenciarem mutuamente. Juntamente com as maiores exigências regulatórias adotadas desde o eclodir das crises (e.g., em termos de capital e liquidez), estes elementos são fundamentais para reduzir a acumulação de riscos e garantir a confiança nos vários sistemas bancários nacionais, contribuindo para mitigar movimentos bruscos de fuga de depósitos bancários e promovendo a estabilidade financeira. A existência de um sistema único de resolução de bancos também poderá contribuir para reduzir a incerteza em momentos de tensão, em particular no que se refere à resolução de instituições transfronteiriças - que exige um grau elevado de coordenação internacional -, e para minimizar o envolvimento dos Estados-membros (ou contribuintes) nas soluções adotadas, mitigando a fragmentação dos sistemas financeiros e bancários ao longo de fronteiras nacionais. No entanto, as soluções adotadas deixam ainda várias questões em aberto e algum potencial para a ocorrência de perturbações em momentos de crise.

Primeiro, sublinhe-se a potencial falta de autonomia e independência do Conselho Único de Resolução, por lhe ter sido conferido o estatuto de Agência, e não de Instituição. Neste quadro, a adoção de uma medida de resolução pode ser alvo de objeção pela Comissão Europeia e pelo Conselho da União Europeia. Se o Conselho se opuser ao programa de resolução com a justificação de que a sua não adoção não põe em causa o interesse público, “[...] a entidade é liquidada de forma ordeira de acordo com a legislação nacional aplicável”. Esta justificação pode também ser invocada pelo Conselho Único de Resolução para não implementar uma medida de resolução e conduzir, em consequência, à liquidação da instituição. A falta de clareza sobre o que

representa “interesse público” neste contexto gera uma enorme incerteza em relação ao desejável tratamento uniforme entre jurisdições e em relação à credibilidade do próprio princípio da resolução bancária, que poderá, deste modo, tornar-se razoavelmente interpretado como de aplicação discricionária.

Segundo, ainda que a diretiva de resolução bancária (BRRD) proporcione, em teoria, alguma margem de manobra às autoridades nacionais antes de um cenário de resolução, as limitações impostas à sua atuação são substanciais. Por exemplo, a possibilidade de recapitalização preventiva de bancos obedece a requisitos muito estritos, além de requerer uma validação central, pela Comissão Europeia e BCE, que pode ser lenta, atribulada, e gerar ela própria desconfiança em relação às instituições bancárias envolvidas. Pode assim criar-se incerteza em relação ao que será o destino de um banco com problemas e em relação ao grau de envolvimento do soberano.

Importa reconhecer que o foco dado à resolução bancária e ao princípio do *bail-in* (entendido aqui de forma ampla no sentido em que são os acionistas e credores que devem contribuir prioritariamente para a absorção dos prejuízos da instituição e para a sua recapitalização) parece revelar o caráter de compromisso que a configuração da União Bancária atingiu. Por um lado, pretendeu-se mitigar de forma decisiva o nexos bancos-soberanos no seio da união monetária. Por outro lado, limitou-se fortemente a possibilidade de haver uma intervenção mais direta nos bancos ao nível da União. Em paralelo, porventura pelo receio de aplicação cega de princípios pouco testados, manteve-se alguma flexibilidade através de alguns dos elementos de discricionariedade acima referidos: i) possibilidade de recapitalização preventiva dos bancos, afastando um cenário de resolução, o que dá alguma margem de manobra aos Estados-membros mas mantém em algum grau o nexos bancos-soberano e ii) a possibilidade de as autoridades nacionais liquidarem a entidade envolvida de acordo com legislação nacional. Neste contexto, é possível que os soberanos concedam garantias e atribuam compensações a credores de bancos no âmbito do processo de liquidação, o que pode contribuir para a estabilidade financeira mas não contribui, uma vez mais, para a eliminação do nexos bancos-soberano.

Terceiro, não é evidente que o paradigma da resolução (e do *bail-in*) sobreviva a uma crise financeira, por manter potencialmente inalterado o nexos bancos-soberano nessa eventualidade e pela substancial incerteza em relação à viabilidade da aplicação a vários bancos, em vários países, de medidas de resolução. Sublinhe-se que a possibilidade *ultima ratio* de intervenção direta nos bancos sempre foi preservada em economias desenvolvidas, sendo que o nexos bancos-soberano pode não resultar numa instabilidade ingerível nos mercados de dívida soberana (vide os exemplos recentes do Reino Unido, Estados Unidos, ou dos países escandinavos na década de 1990). Pode haver boas razões, relacionadas com estabilidade financeira, que justifiquem essa intervenção, apesar da compreensível oposição e desconfiança do público em relação a esses denominados *bail-outs*, que muitas vezes, ainda assim, se caracterizam por algum grau de *bail-in*, pelo menos dos acionistas.

Quarto, não foi ainda assumida a criação de um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos plenamente mutualizado. Note-se que, dada a heterogeneidade entre soberanos, a responsabilidade nacional pelo seguro de depósitos contribui para a diferenciação de depósitos entre Estados-membros, podendo gerar fragmentação financeira em momentos de crise, algo contrário aos objetivos da União Bancária. Num contexto de supervisão e resolução centralizadas, tal situação configura um desalinhamento substancial entre níveis de decisão e responsabilidades, colocando os Estados-membros na posição de derradeiros garantes da estabilidade financeira, mas fortemente condicionados pelas decisões de supervisão e resolução e com poucos instrumentos para atuar. Este desalinhamento contribui, por exemplo, para a não internalização pelas autoridades europeias dos custos de determinar que a liquidação dos bancos seja realizada pelas autoridades nacionais (e.g., aqueles custos relacionados com a garantia dos depósitos). Deste modo, a declaração de não preenchimento do critério do interesse público de uma resolução pela União, que conduz à liquidação dos bancos afetados, poderá ser mais provável sem um seguro de depósitos comum, o que equivale a não valorizar plenamente a perturbação sistémica local que tais decisões podem acarretar.

Finalmente, refira-se que também não se evoluiu no sentido de tornar o BCE no verdadeiro prestamista de última instância de todos os bancos, o que pareceria evidente numa união monetária completa. De facto, a cedência de liquidez de emergência aos bancos, que é possível desde que estes sejam solventes e com ativos de garantia adequados mas não elegíveis pelo BCE, continua a ser realizada pelos bancos centrais nacionais, mas sem partilha de risco ao nível do Eurosistema, o que significa que o último garante da estabilidade financeira nesta dimensão continua a ser o soberano, na medida em que recapitaliza o banco central em caso de necessidade.

É importante notar que a existência de um seguro de depósitos comum e a provisão de liquidez de emergência com risco partilhado também mitigariam, de forma relevante, os incentivos que as autoridades nacionais tenham no sentido de desencorajar o desenvolvimento de bancos pan-europeus. Note-se que, num contexto de aprofundamento da União Bancária, a existência de bancos pan-europeus seria importante na consecução de partilha de risco privado no seio da união monetária. Por um lado, há incentivos claros das autoridades nacionais para promover a expansão internacional dos bancos domésticos por via de filiais (entidades independentes da casa-mãe) e não por via de sucursais (entidades dependentes da casa-mãe), em resultado de se desejar evitar assumir o risco das operações internacionais de tais bancos. Além disso, as autoridades nacionais poderão tender a dificultar o estabelecimento na respetiva jurisdição de bancos internacionais sob a forma de sucursais - ainda que tal resulte em não garantir depósitos ou em não assumir a responsabilidade pela concessão de liquidez de emergência -, por tal poder resultar numa perda de controlo no âmbito da supervisão e resolução, num contexto em que tais sucursais podem assumir uma importância sistémica local. Adicionalmente, mesmo que o estabelecimento de

bancos internacionais ocorra sob a forma de filial, as autoridades nacionais tenderão (muito razoavelmente) a adotar medidas de mitigação de risco em relação a essas instituições, recorrendo, em particular, às designadas opções e discricionariedades nacionais. Tais medidas podem passar por impor limitações às exposições intra-grupo, por limitações (ou resistências) às possibilidades que surjam de reduzir requisitos de liquidez e capital aplicáveis a filiais, ou até por uma maior restritividade na concessão de liquidez de emergência, resultando em restrições às possibilidades que os grupos bancários possam ter na reafectação de recursos entre jurisdições (possibilidades estas que poderiam resultar numa forma de atuação semelhante àquela resultante da expansão por via de sucursais). Tal comportamento resulta de haver receios em relação à transferência de riscos (responsabilidades) para a respetiva jurisdição caso, por exemplo, surjam problemas na casa-mãe (localizada noutra jurisdição), mesmo num contexto em que as filiais sejam intrinsecamente sólidas e afetadas apenas indiretamente por problemas gerados na casa-mãe.

Além destas questões conceptuais, subsistem questões relacionadas com a transição. Por exemplo, não há ainda uma decisão definitiva sobre a operacionalização do denominado *common backstop* para o Fundo Único de Resolução, que será o prestamista de recurso deste fundo caso haja necessidade de aplicar uma ou várias medidas de resolução - envolvendo a concessão de liquidez às entidades resolvidas ou a sua recapitalização -, e não haja capacidade do fundo para as suportar. Tendo já sido decidido que o *backstop* será o Mecanismo Europeu de Estabilidade (ou um Fundo Monetário Europeu), a governança, as condições e os prazos para a efetivação deste apoio não estão ainda completamente definidos. Antecipa-se, no entanto, um processo de decisão potencialmente gerador de incertezas, pelo facto de se exigir unanimidade (ou quase unanimidade) nas decisões, em linha com o que sucede atualmente em relação à aprovação de qualquer forma de assistência financeira pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (ver abaixo).¹⁰ Tal encerra riscos, resultando numa retirada de margem de manobra ao Conselho Único de Resolução, que ficará dependente de decisões tomadas quando os problemas surjam e o exijam, num contexto em que há fragilidades herdadas da crise que persistem em vários Estados-membros.

Os debates europeus em torno do *backstop*, da antecipação da possibilidade de uso pleno (mutualizado) do Fundo Único de Resolução (i.e., antes de 2024), de um Sistema europeu de Seguro de Depósitos, entre outros temas, são marcados pela tensão entre o desejo de alguns Estados-membros em avançar rapidamente para as soluções de partilha de risco (*risk-sharing*) e a exigência de adoção de medidas por outros Estados-membros que garantam que não há sistemas bancários menos capitalizados (*risk-reduction*), cenário

10. Veja-se os Termos de Referência sobre o *backstop* acordados na reunião do Eurogrupo de 3 de dezembro de 2018 em https://www.consilium.europa.eu/media/37268/tor-backstop_041218_final_clean.pdf

que poderia gerar uma transferência de recursos entre países, vista como inaceitável. Contudo, entre o esforço já realizado em países mais vulneráveis na estabilização dos seus sistemas bancários e sistemáticas alterações aos critérios previamente acordados de “redução de risco” (com exigências acrescidas), que podem configurar uma aplicação desproporcional de medidas com impacto na estabilidade financeira (incluindo, por exemplo, vendas precipitadas de alguns ativos ou uma redução brusca da exposição dos bancos a dívida pública nacional), seria desejável encontrar um equilíbrio, motivado pelo reconhecimento dos benefícios e objetivos finais da União Bancária. Esperar pela próxima crise para completar a União Bancária não contribui para o aprofundamento da UEM, podendo comprometê-lo. Ainda que se preveja que os avanços sucedam quando for realmente necessário, a incerteza tem impactos negativos no presente, podendo gerar a percepção, amplificada em caso de crise, de que não há uma forte rede de segurança disponível e de que a aplicação dos princípios consagrados não é exequível. Até lá, correm-se também os riscos resultantes do impasse, refletidos nas dificuldades sentidas pelos Estados-membros em fazer face a episódios idiossincráticos de instabilidade financeira, privados de instrumentos e sujeitos à insuficiente internalização pelas autoridades Europeias das consequências das suas decisões. Noutra dimensão, pode gerar-se nos Estados-membros a percepção de que teria sido preferível não se avançar tanto na União Bancária, o que pode gerar resistências a avanços adicionais que comprometam algum grau residual de autonomia e flexibilidade, dificultando ainda mais a saída do impasse ou abrindo mesmo o caminho a recuos.

3.2. Apoio Financeiro de Emergência e Programa de Transações Monetárias Definitivas

3.2.1. Mecanismo Europeu de Estabilidade. A UEM foi desenhada sem um prestamista de última instância para os soberanos. A crise das dívidas soberanas demonstrou que a inexistência de um tal mecanismo de seguro poderia ter consequências nefastas para o futuro da união monetária. No início da crise, em maio de 2010, foram criados o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. Em fevereiro de 2012 foi criado um mecanismo permanente regulado por um tratado intergovernamental entre os países do euro: o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE).¹¹ O MEE presta apoio a países ameaçados por problemas de financiamento através de vários instrumentos: empréstimos diretos, compras de dívida soberana nos mercados primário e secundário, linhas de crédito cautelares e um instrumento de recapitalização direta dos bancos. Para uma pequena economia cuja dívida

11. Para o Tratado que institui o MEE veja-se https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_en.pdf

tenha um substancial risco de crédito ou de refinanciamento, o MEE atua como se fizesse uma troca entre dívida com risco e dívida sem risco, uma vez que a emissão de dívida pelo MEE é garantida por outros países, com um menor nível de risco. Neste sentido, o MEE desempenha um papel semelhante ao da emissão monetária pelo banco central, que troca títulos com risco de crédito por títulos sem risco nominal (moeda), ainda que ambos tenham risco de inflação. O MEE realiza uma troca semelhante desde que os montantes envolvidos sejam uma fração pequena do total da dívida dos membros do MEE e inferiores à capacidade financeira do mesmo.

Sendo uma forte rede de segurança para os países da área do euro, o desenho do MEE apresenta algumas fragilidades que comprometem a sua eficácia em tempos de crise. Por exemplo, é patente a dificuldade de o MEE atuar, por falta de capacidade (autorização) financeira, numa jurisdição com um peso significativo no conjunto da área do euro, ainda que, realizando aquela troca de títulos, tivesse capacidade para diminuir as tensões nos mercados de dívida pública. O programa OMT do BCE (ver abaixo) parece assim um complemento importante no enquadramento da união monetária. O processo decisório associado ao MEE pode também gerar perturbações. Um pedido de assistência tem um custo político elevado, além de que exige, regra geral, a aprovação pelos restantes Estados-membros do MEE, o que torna o processo demorado, incerto e gerador de instabilidade. A unanimidade exigida na aprovação de uma forma de assistência por parte dos Estados-membros do MEE apenas é dispensada se a Comissão Europeia determinar que a não aprovação coloca em risco a “sustentabilidade económica e financeira da área do euro”. Neste caso, 85 por cento dos votos são suficientes (de acordo com a chave de capital do MEE) o que confere *de facto* poder de veto aos maiores países da área do euro.

A Comissão apresentou em dezembro de 2017 uma proposta de criação de um denominado Fundo Monetário Europeu, que assumiria as responsabilidades do MEE.¹² No entanto, face ao papel do MEE, as mudanças propostas não são substanciais. Assume-se o objetivo de ancorar este fundo no enquadramento legal europeu (note-se que o MEE é regulado por um Tratado intergovernamental), é explicitado o seu papel como *common backstop* do Fundo Único de Resolução, mas mantém-se a arquitetura essencial do MEE. Por analogia com o Fundo Monetário Internacional (FMI), poder-se-ia pensar que o proposto Fundo Monetário Europeu seria mais flexível e independente, atuando em linha com as disponibilidades financeiras pré-aprovadas e democraticamente escrutinadas pelos Estados-membros, evitando os processos políticos complexos oriundos dos países credores, no sentido em que o FMI não consulta 189 governos e parlamentos nacionais antes de aprovar um programa de assistência.

12. Ver a proposta da Comissão sobre um Fundo Monetário Europeu em https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2017-827_en

Tais características não fazem parte da proposta da Comissão, que se limita a propor processos de decisão mais expeditos em caso de urgência e um maior envolvimento no desenho e acompanhamento dos programas de assistência. Não se antevê, portanto, que o proposto Fundo Monetário Europeu resolva as debilidades no desenho do MEE acima mencionadas. Em certo sentido, não se ponderou a compreensível responsabilização democrática exigível ao processo de aprovação de um programa contra a baixa probabilidade de perdas (os empréstimos do MEE são seniores em relação a outros empréstimos, como sucede com o FMI) e a expressiva turbulência associada a processos anteriores. Ainda que não se antevê a criação deste Fundo Monetário Europeu, o essencial das propostas da Comissão acima referidas será considerado no contexto da reforma do MEE discutida recentemente.¹³ Realce-se, neste contexto, a disponibilidade do Eurogrupo para visitar as condições de concessão de assistência cautelar no caso de países com fundamentos sólidos mas potencialmente sujeitos a contágio, no sentido de atentar ao estigma associado a um pedido de assistência, mantendo um grau de condicionalidade apropriado.

3.2.2. O Programa de Transações Monetárias Definitivas do BCE (OMT).

Como já referido, a insuficiente capacidade financeira do MEE pode ser parcialmente compensada pelo programa de compra de títulos de dívida soberana do BCE, sem limites quantitativos determinados à partida e denominado de OMT. O mero anúncio deste programa em 6 setembro de 2012 contribuiu de forma decisiva para reverter a perceção de risco associada à dívida soberana de vários Estados-membros, constituindo-se como uma forte rede de segurança.¹⁴

No entanto, a ativação de OMT exige, no mínimo, uma linha cautelar com condições acrescidas do MEE (*Enhanced Conditions Credit Line*, ou ECCL no acrónimo inglês), com a respetiva condicionalidade, ficando assim sujeita às incertezas que caracterizam a aprovação de um tal programa. Para se sair deste ciclo, uma evolução adequada e proporcional poderia passar pela ativação das OMT exigindo como condição o estrito respeito pelos compromissos assumidos sob o Pacto de Estabilidade e Crescimento e sob o procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos. Este requisito seria uma alternativa à exigência de um programa de assistência do MEE. Tal decisão contribuiria

13. Veja-se as conclusões da reunião do Eurogrupo de 3 de dezembro de 2018 em <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2018/12/04/eurogroup-report-to-leaders-on-emu-deepening/>

14. Este efeito é bem explicado pela teoria económica, ver Cole and Kehoe (2000), Aguiar and Gopinath (2006), Lorenzoni and Werning (2013), Ayres *et al.* (2018) ou Calvo (1988) para exemplos de artigos antevendo a possibilidade de denominados equilíbrios múltiplos, baseados em expectativas, que racionalizam o aumento súbito e substancial de spreads bem como a possibilidade de retorno ao “bom” equilíbrio, caracterizado por taxas de juro baixas e ausência de incumprimento.

para a estabilidade financeira em momentos de turbulência e para a unicidade da política monetária, evitando a fragmentação financeira e contribuindo para alcançar os objetivos dessa política. O custo político e estigma associados a um pedido de assistência, bem como a complexidade do processo político que leva à aprovação de um programa, ainda que cautelar, podem originar turbulência nos mercados que só por si gera custos substanciais. Adicionalmente, o desenho do atual programa OMT, com a condicionalidade imposta por um programa do MEE, pode ser sintetizado pelas regras europeias aprovadas após o anúncio das OMT, na medida em que estas impõem vigilância adicional e (potencialmente) condicionalidade em relação às políticas orçamentais e económicas dos Estados-membros. Sublinhe-se que há pouca (se alguma) condicionalidade adicional associada a uma linha cautelar com condições acrescidas (ECCL) em comparação com a condicionalidade prevista quando um Estado-membro está sob a designada “vigilância acrescida” prevista num dos regulamentos do “*two-pack*”, desenhado aliás para garantir consistência com os requisitos de um programa de assistência do MEE. Sublinhe-se que o “*two-pack*” vigora desde 30 de maio de 2013, ou seja, após o anúncio das OMT pelo BCE. Finalmente, tal evolução nas condições de ativação poderia preservar o desenho operacional do programa OMT vigente o que, em conjunto com as condições acima referidas para a sua ativação, o deveria manter em cumprimento da proibição de financiamento monetário expressa no Tratado e conforme à decisão do Tribunal de Justiça da União Europeia de 16 de junho de 2015 que se pronunciou pela legalidade do programa OMT.

4. Partilha de Risco Privada na União Económica e Monetária

4.1. Um ativo Europeu sem risco

As crises determinaram uma redução na oferta de ativos líquidos e seguros na área do euro resultante, por exemplo, da atribuição de risco de crédito a alguns soberanos. Paralelamente, a procura por este tipo de ativos terá tendência a aumentar em consequência da introdução de novos requisitos de liquidez para bancos e outras entidades. Não havendo abertura política para a emissão conjunta de obrigações soberanas (*Eurobonds*), tem-se discutido a possibilidade de uma sintetização privada deste tipo de emissão, que contribua para o aumento da oferta de ativos líquidos e seguros na área do euro. Uma das formas de o concretizar, através de intermediários financeiros, seria pela emissão, em simultâneo, de dois títulos garantidos por um conjunto de obrigações soberanas dos vários países do euro, em proporções fixas (um *Asset-Backed Security*). O primeiro título, a designada tranche sénior, corresponderia a uma dada fração do valor total das obrigações dadas em garantia, mas seria garantido pela totalidade dessas obrigações. O segundo título, ou tranche júnior, emitido num montante correspondente à fração remanescente do valor total das

obrigações, seria apenas o beneficiário residual dos cash-flows disponíveis após os pagamentos devidos ao primeiro título. Naturalmente, no caso de não haver incumprimento em nenhuma das obrigações dadas em garantia, os dois títulos pagariam aos investidores, no momento do seu vencimento, o seu valor nominal. No entanto, como é claro, o primeiro título teria um risco mais reduzido, e tanto mais reduzido quanto menor fosse a sua proporção no conjunto dos dois títulos. É este, sumariamente, o desenho das designadas *Sovereign Bond Backed Securities* (SBBS) propostas pela Comissão em maio de 2018.¹⁵ Tal configuração permitiria, em princípio, aumentar a oferta líquida de ativos líquidos e seguros na área do euro. Além disso, os movimentos bruscos de *flight to quality* (para títulos das jurisdições com menor risco de crédito), particularmente problemáticos num contexto de incompletude da União Bancária, poderiam ser mitigados se este título estivesse disponível no mercado, uma vez que a procura por esta tranche sénior aumentaria, e os emitentes teriam de comprar uma proporção fixa da dívida soberana de cada país. Neste contexto, as SBBS podem ser interpretadas como um mecanismo de partilha de riscos específicos sob disciplina de mercado, uma vez que parte da dívida pública permaneceria no mercado.

No entanto, o quadro regulatório atual torna o investimento nesta classe de ativos – designados de “produtos estruturados” – pouco atrativo, em particular porque discrimina negativamente as SBBS (ou algo semelhante criado pelo mercado, o que é em princípio possível) em relação à dívida soberana. Por exemplo, a detenção de dívida pública por bancos não requer capital adicional (os chamados “ponderadores de risco” são zero) ao passo que as SBBS são um produto estruturado, exigindo capital adicional. Note-se que, economicamente, justificar-se-ia a SBBS sénior ter um tratamento regulatório de acordo com seu risco, ou seja, pelo menos igual ao que tem a dívida pública atualmente. Seria até razoável ter um tratamento mais favorável, se os ganhos de diversificação das SBBS fossem tomados em consideração. Existem várias alternativas para o conseguir: a mais óbvia seria a imposição de diferentes ponderações de risco à dívida soberana, de acordo com o seu verdadeiro risco. Tal poderia ser bastante contraproducente no contexto atual, especialmente se não houvesse uma aplicação gradual dos requisitos, ainda que resultasse numa redução da exposição dos bancos à dívida soberana doméstica. Uma opção mais eficaz seria a imposição de limites de concentração ou de “ponderadores de risco” suficientemente altos caso se atingissem limites elevados de concentração. Iniciativas deste tipo estão a ser analisadas pelo Comité de Basileia, mas sem que haja a breve trecho perspectiva de aprovação ou implementação de qualquer alteração neste sentido. De qualquer modo, as SBBS, já bastante discutidas nos

15. Veja-se a proposta da Comissão sobre SBBS em <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2018-400473>

fora europeus após a proposta da Comissão, parecem ter sido afastadas, pelo menos para já, pela declaração franco-alemã de Meseberg.

Sendo claro que o tratamento regulatório destas SBBS seniores deveria ser mais favorável face ao atualmente conferido pela regulação prudencial, também claro pareceria que outras configurações, que se desviassem das características padrão (em termos dos pesos da dívida de cada país na *pool* de obrigações ou da “espessura” de cada tranche) pudessem também ter um tratamento regulatório mais favorável, em função das suas características. Tal não é antecipado na proposta da Comissão, o que cria um dilema potencial entre a vontade de favorecer uma configuração específica que não discrimine nenhum Estado-membro e a introdução de uma óbvia distorção económica na medida em que se trate diferenciadamente (em termos regulatórios) instrumentos muito parecidos. Ainda assim, melhor do que manter o *status quo* seria, pelo menos, não penalizar essa configuração específica. Refira-se, no entanto, que há preocupações suscitadas pelos impactos desta iniciativa na (falta de) liquidez dos títulos subjacentes de dívida soberana, que se poderia agravar caso várias configurações fossem possíveis. Por outro lado, o sucesso do mercado de SBBS também dependerá da sua profundidade e liquidez. Há, assim, um potencial conflito entre o sucesso destes títulos sintéticos e a liquidez dos mercados de dívida soberana. Poderá também haver dificuldades operacionais no sentido de reunir os títulos subjacentes de todos os países para as várias maturidades, o que poderia inviabilizar a existência de uma curva de rendimentos completa para estes títulos, especialmente se não estiver assegurada a coordenação entre as agências de gestão de dívida pública dos vários países.

4.2. *União dos Mercados de Capitais*

Apesar de a União Bancária poder contribuir para mitigar a fragmentação financeira em caso de crise, não elimina totalmente a deterioração das condições de financiamento por via dos bancos nessa circunstância, principalmente se não surgirem mais grupos bancários transfronteiriços que assegurem uma maior partilha de risco entre os agentes dos vários Estados-membros. Não sendo garantido que tal suceda, torna-se relevante complementar a União Bancária com a união dos mercados de capitais (*Capital Markets Union*), entendida como um conjunto de iniciativas com vista a promover um mercado de capitais verdadeiramente europeu, que contribua para uma maior eficiência na afetação de recursos. Tal passa pela redução de barreiras ao investimento transfronteiriço, pelo alargamento das fontes de financiamento das economias e pela integração da supervisão e regulação financeira europeias.

O conjunto de medidas propostas pela Comissão é bastante vasto, mas aquelas aprovadas são ainda pouco significativas. Reconhecendo-se a complexidade técnica, legal e também da análise económica subjacente às várias iniciativas, deve notar-se que os avanços alcançados são modestos, apesar do reconhecimento consensual da importância de uma verdadeira união dos

mercados de capitais, o que foi tornado mais evidente após as crises. Entre as medidas propostas, e ainda não aprovadas, contam-se iniciativas (Diretivas e Regulamentos) relacionadas com os regimes de insolvência, a reestruturação preventiva de empresas, a recuperação de ativos de garantia (por parte de credores) e a venda de créditos. Tais medidas têm por objetivo facilitar a recuperação de empresas viáveis e a liquidar rapidamente as inviáveis, a custos baixos, ao mesmo tempo que se promove, torna mais homogênea (entre jurisdições) e viabiliza a venda de carteiras de crédito de bancos a outras entidades, com perdas menores, e beneficiando das capacidades que os bancos não possuem na gestão de ativos não produtivos. Contam-se ainda medidas para regular empresas e fundos de investimento, a criação de fundos de pensões europeus harmonizados, um plano de ação para *Fintechs*, que as enquadre e permita explorar as vantagens oferecidas. A revisão do enquadramento das entidades de supervisão europeias dos mercados de capitais assume também uma reconhecida importância. Finalmente, realça-se uma importante proposta de Diretiva, designada por *Common Consolidated Corporate Tax Base*, que pretende harmonizar a definição de matéria coletável e que, entre outros objetivos, tenciona reduzir o atual enviesamento das empresas na escolha das suas fontes de financiamento, em favor de dívida ao invés de capital. Tal resulta, entre outros fatores, da dedutibilidade tributária das despesas com juros e das limitações à dedutibilidade do investimento com fundos próprios e não-dedutibilidade (ainda que nocional) dos custos de financiamento atribuíveis às entradas de capital. O tratamento mais semelhante entre dívida e capital poderá contribuir para diminuir aquele enviesamento. No entanto, os elementos de uniformização na tributação de empresas também previstos nesta proposta de Diretiva assumem particular delicadeza e têm dificultado a sua aceitação.¹⁶

Note-se que, neste contexto, grande parte dos desafios na aprovação e implementação das medidas propostas resultam da tensão entre o desejo de harmonização e simplificação ao nível da União e alguma resistência dos Estados-membros, motivada pelo desejo de manter idiosincrasias nacionais. No entanto, não se encontra evidência de que haja dificuldades inultrapassáveis em muitas das iniciativas, em contraste com o que parece suceder no aprofundamento da União Bancária. Nos casos em que persistam divergências, como na acima referida Diretiva sobre a base tributária, seria importante avançar, no mínimo, naqueles elementos mais consensuais.

Finalmente, realce-se que mesmo com uma integração financeira mais profunda e um acesso mais facilitado a um maior conjunto de possibilidades por parte de empresas, famílias e investidores, é expectável que os bancos continuem a ser os intermediários financeiros mais importantes no contexto europeu. Não é trivial passar rapidamente de uma economia baseada em

16. Sobre o *Action Plan* da Comissão relativo à União dos Mercados de Capitais, veja-se https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-action-plan_en

bancos para uma economia baseada no mercado de capitais (como a economia dos Estados Unidos), e não será desejável forçar esta transição. Muito provavelmente, as empresas europeias terão de passar por várias mudanças antes de transições mais rápidas e extensas ocorrerem, nomeadamente em termos de dimensão, acesso a informação, transparência; em geral, uma cultura corporativa diferente será presumivelmente necessária. Forçar uma mudança pode ser contraproducente e gerar outras ineficiências.

5. Considerações Finais

A conclusão da União Bancária, no sentido de ser alcançada a plena partilha dos riscos gerados pelos sistemas bancários dos diferentes Estados-membros, é fundamental para a estabilidade económica e financeira da área do euro. Tais mecanismos constituem um elemento claramente prioritário no processo de aprofundamento da UEM, especialmente num cenário de riscos acrescidos e onde a atual fase de crescimento económico internacional pode ser revertida. Para além da supervisão comum dos bancos, já implementada, a União Bancária deve incluir um fundo de resolução comum com um *backstop* credível e um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos. A integração das responsabilidades pelo Sistema Europeu de Seguro de Depósitos num Mecanismo Único de Resolução também responsável pela eventual liquidação de bancos, juntamente com uma maior autonomia e independência da entidade daí resultante, seriam passos importantes na coordenação da resposta a crises e na internalização dos custos e benefícios das decisões tomadas ao nível da União. Além disso, o grau de envolvimento da União na intervenção junto de bancos deveria permanecer flexível. No longo prazo, seria desejável que a concessão de liquidez de emergência aos bancos se caracterizasse por partilha de risco ao nível do Eurosistema, ainda que a implementação pudesse continuar a ser realizada pelos bancos centrais nacionais. Adicionalmente, é premente avançar com a União dos Mercados de Capitais, elemento também dinamizador da partilha de risco entre agentes.

Num contexto de aprofundamento da União Bancária, os incentivos para uma elevada exposição a dívida pública nacional por parte dos bancos diminuem, contribuindo também por esta via para atenuar o designado “ciclo diabólico”. A este respeito, refira-se que a necessidade de os bancos emitirem dívida passível de *bail-in* também contribui para mitigar tal exposição, em virtude das consequências diretas para o seu custo de financiamento. Ainda assim, a penalização expressa da elevada exposição ao soberano afigura-se como aceitável, ainda que se recomende gradualismo na aplicação de tais requisitos. A promoção de um ativo europeu sem risco, na linha das *Sovereign Bond Backed Securities* acima discutidas, mitigaria os impactos potencialmente desestabilizadores do processo de transição. A existência de um Mecanismo Europeu de Estabilidade (ou um Fundo Monetário Europeu) com processos

de decisão expeditos seria importante para reforçar a rede de segurança dos soberanos. O programa OMT do BCE afigura-se também indispensável, podendo ser melhorado no sentido de fazer face a processos de decisão complexos e evitar o potencial de turbulência a eles associado.

A materialização destes passos pode atenuar os argumentos económicos que justificariam a necessidade de alguma forma de federalismo fiscal na união monetária. Com efeito, as dívidas públicas nacionais tornam-se menos suscetíveis a choques de grande dimensão oriundos do sistema bancário, podendo desempenhar melhor o seu papel de absorção de outros choques, na medida em que se tornam mais sustentáveis e restringidas em menor grau pelas regras orçamentais. Ainda assim, a criação de um fundo orçamental Europeu poderá também contribuir para reforçar o papel estabilizador da política orçamental, permitindo um nível adicional de partilha de risco entre os Estados-membros, para além de poder conter elementos que promovem a sustentabilidade da dívida pública. A este respeito refira-se que a implementação de uma política orçamental de carácter contracíclico, desejável em determinadas circunstâncias, exige que a sustentabilidade da dívida pública esteja assegurada.

Em relação à evolução da supervisão orçamental e macroeconómica ao nível da União é desejável a redução da complexidade e a eliminação das inconsistências internas. Adicionalmente, a apropriação nacional das regras Europeias é fundamental para assegurar a eficácia na sua implementação e para mitigar tensões entre Estados-membros e a União. Tais tensões podem constituir uma ameaça à estabilidade económica e financeira, e ao próprio projeto Europeu. Neste contexto, a atribuição de maiores responsabilidades de supervisão macroeconómica e orçamental à esfera nacional, por exemplo por via dos conselhos de finanças públicas, afigura-se como uma proposta de reforma interessante. Estes poderiam ser coordenados por uma entidade supranacional, representando efetivamente um reforço dos mecanismos de supervisão numa primeira instância, i.e., antes da passagem para o nível central.

A constatação de que não há apropriação nacional das regras, de que a União tem grande dificuldade em implementar regras e sanções, e de que as tensões resultantes põem em causa o aprofundamento e mesmo a estabilidade da União, tem gerado propostas que sugerem a imposição de disciplina orçamental exclusivamente através dos mercados financeiros, não havendo necessidade de regras definidas centralmente. Tal opção comporta, no entanto, riscos substanciais. Com efeito, para além de potenciais reações bruscas e sobredimensionadas dos mercados, a dívida pública teria uma menor margem de manobra para atuar como mecanismo de absorção de choques. Adicionalmente, programas de assistência económica e financeira e eventuais reestruturações de dívida poderiam tornar-se mais frequentes, aumentando os riscos de instabilidade na União.

É importante sublinhar que, embora tenham sido dados passos no sentido do aprofundamento da UEM, persistem lacunas fundamentais em várias

dimensões, podendo até admitir-se que o atual cenário de reformas parciais não implica necessariamente uma melhor preparação para responder a novas crises. Contudo, em última análise, as considerações mais importantes neste processo são, e continuarão a ser, de natureza política, e caracterizadas pela tensão entre o desejo de intensificar uma união política e os receios de perda de soberania. Neste âmbito, é igualmente importante referir que, embora se mantenha em curso o processo negocial ao nível europeu, o aprofundamento da UEM não parece ser atualmente uma prioridade para o conjunto dos decisores de política nos vários Estados-membros. Passos decisivos em qualquer dos sentidos dependem de escolhas coletivas, que se desejam informadas e com uma perspetiva de futuro.

Referências

- Aguiar, M. and G. Gopinath (2006). “Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account.” *Journal of International Economics*, 69, 64–83.
- Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang, and J. Yao (2018). “A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area.” Staff Discussion Note 3, IMF.
- Ayres, J., G. Navarro, J. Nicolini, and P. Teles (2018). “Sovereign Default: The Role of Expectations.” *Journal of Economic Theory*, 175, 803–812.
- Bénassy-Quéré, A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, P. Gourinchas, C. Fuest, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro, and J. Zettelmeyer (2018). “Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform.” Policy Insight 91, CEPR.
- Calvo, G. (1988). “Servicing the Debt: The Role of Expectations.” *American Economic Review*, 78, 647–661.
- Carnot, N., M. Kizior, and Gilles Mourre (2017). “Fiscal stabilisation in the euro area: A simulation exercise.” Working Paper 25, CEB.
- Cole, H. and T. Kehoe (2000). “Self-Fulfilling Debt Crises.” *The Review of Economic Studies*, 67, 91–116.
- Kenen, P. (1969). “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View.” In *Monetary Problems of the International Economy*, edited by R. Mundell and A. Swoboda, pp. 41–60. University of Chicago Press.
- Lorenzoni, G. and I. Werning (2013). “Slow Moving Debt Crises.” mimeo, MIT.
- McKinnon, R. (1963). “Optimum Currency Areas.” *American Economic Review*, 53(4), 717–725.
- Mundell, R. (1961). “A Theory of Optimum Currency Areas.” *American Economic Review*, 51(4), 657–665.

Apêndice A: Scoreboard do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos

Os indicadores principais e respetivos limiares, cobrindo os principais desequilíbrios macroeconómicos, são os seguintes:

- Média móvel dos três últimos anos da balança corrente em percentagem do PIB, com limiares +6 por cento e -4 por cento.
- Posição líquida de investimento internacional em percentagem do PIB, com limiar de -35 por cento.
- Variação percentual das quotas de mercado das exportações em valor nos últimos 5 anos, com limiar de -6 por cento.
- Variação percentual dos custos unitários do trabalho nos últimos 3 anos, com limiares de +9 por cento para os países da área do euro e +12 por cento para os restantes.
- Variação percentual em três anos da taxa de câmbio real efetiva baseada nos deflatores IHPC/IPC, relativamente a 41 outros países industrializados, com limiares de -/+5 por cento para os países da área do euro e -/+11 por cento para os países fora da área do euro.
- Dívida do setor privado (consolidada) em percentagem do PIB, com limiar de 133 por cento.
- Crescimento anual do crédito do setor privado em percentagem do PIB, com limiar de 14 por cento.
- Variação anual dos preços das habitações relativamente ao deflator do consumo do Eurostat, com limiar de 6 por cento.
- Dívida das administrações públicas em percentagem do PIB, com limiar de 60 por cento.
- Média móvel dos últimos três anos da taxa de desemprego, com limiar de 10 por cento.
- Variação anual dos passivos do setor financeiro, com limiar de 16,5 por cento.
- Variação em pontos percentuais em três anos da taxa de atividade, com limiar de -0,2 por cento.
- Variação em pontos percentuais em três anos da taxa de desemprego de longa duração, com limiar de +0,5 por cento.
- Variação em pontos percentuais em três anos da taxa de desemprego dos jovens, com limiar de +2 por cento.

Apêndice B: Flexibilidade na supervisão orçamental na UE

	Condição	Ajustamento orçamental anual requerido (pontos percentuais do PIB)	
		Dívida < 60% e ausência de risco de sustentabilidade	Dívida > 60% ou existência risco de sustentabilidade
Tempos excepcional- mente maus	Var. PIB real < 0% ou hiato do produto < -4%	Não é necessário ajustamento	Não é necessário ajustamento
Tempos muito maus	$-4\% \leq$ hiato do produto < -3%	0	0,25
Tempos maus	$-3\% \leq$ hiato do produto < -1,5%	0 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,25 se está acima	0,25 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,5 se está acima
Tempos normais	$-1,5\% \leq$ hiato do produto < 1,5%	0,5	> 0,5
Tempos bons	hiato do produto \geq 1,5%	> 0,5 se o crescimento está abaixo do potencial, \geq 0,75 se está acima	\geq 0,75 se o crescimento está abaixo do potencial, \geq 1 se está acima

QUADRO B.1. A “matriz da flexibilidade” no âmbito da supervisão orçamental na UE

Occasional Papers

2016

- 1 | 16 Sustentabilidade da dívida pública: metodologias e discussões nas instituições europeias
João Amador | Cláudia Braz | Maria M. Campos
| Sharmin Sazedj | Lara Wemans

2018

- 1 | 18 O Aprofundamento da União Económica e Monetária
João Amador | João Valle e Azevedo | Cláudia Braz

