

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL
DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Isabela Nassif Machado Costa

Nº de matrícula: 0913650

Orientador: Mônica Baumgarten de Bolle

Julho de 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL
DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Isabela Nassif Machado Costa

Nº de matrícula: 0913650

Orientador: Mônica Baumgarten de Bolle

Julho de 2013

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri , para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Isabela Nassif Machado Costa

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Dedicada àqueles que fizeram com que os últimos quatro anos tenham tido um significado muito maior do que apenas um caminho de formação acadêmica, mas também de crescimento pessoal.

Aos meus pais, Bianca, Neuza, Júlia Garcia, Laís Martins, Luisa Carneiro, Julia Jordão e Leila Orenstein, cujo apoio é inestimável e sem os quais nada teria sido possível.

Sumário

1. Introdução.....	5
2. Um olhar sobre a origem e os esforços iniciais	9
2.1. O embrião da integração.....	9
2.2. Os primeiros mecanismos de assistência.	11
2.3. Novos esforços e o chamado pela moeda comum	12
2.4 A União Europeia.....	14
2.5. Passos mais firmes.....	17
2.6. Desafios para com o FMI	20
2.7. O terceiro estágio	21
3. O percurso do BCE: surgimento e os anos ordinários	22
3.1. Tipologia de categorização	22
3.2. Nascimento estratificado: os primeiros anos do BCE	23
3.3. Governança Trichet e a busca por credibilidade.....	26
3.4. O período ordinário.....	27
4. O percurso em tempos extraordinários: 2007-2012.....	28
4.1. Redirecionamento imediato: inovações <i>ad hoc</i> na resposta aos choques internacionais	29
4.2. O conveniente deslocamento do TARGET pelo TARGET2	30
4.3. O cenário de instabilidade e o papel de conselheiro: de coadjuvante à protagonista.....	33
4.4. Do SMP ao OMT: o esgotamento gerador da última modificação relevante.	35
5. Conclusão.....	37

1. Introdução

A discussão relativa ao papel das instituições sobre a economia é, possivelmente, tão antiga quanto a própria ciência econômica. Ainda nos dias de hoje, ao contrário do que se poderia esperar, permanece existente alguma discussão sobre a definição exata de uma instituição. Como exposto por Brown (2010), esse dissenso, juntamente com a grande dificuldade de mensuração, foi amplamente responsável por deixá-las de fora da grande maioria dos modelos matemáticos macroeconômicos e de desenvolvimento.

A atribuição do prêmio Nobel à Ronald Coase e Douglas North, em 1991 e 1993 respectivamente, colaborou para a retomada do interesse no estudo do papel e relevância das instituições. Desde então, as questões propostas passaram a abordar mais especificamente as possibilidades de medição e relevância empírica institucional. Tornou-se cada vez mais evidente, então, que a performance econômica é, em larga escala, influenciada pela organização social, econômica, jurídica e política de uma sociedade; ou seja, influenciada pelas instituições.

Embora famosa, a expressão “regras do jogo,” muito utilizada por North, evidencia a amplitude de significações que possui o conceito de instituição como um todo. Dessa forma, com a finalidade de uma construção analítica mais específica, o foco desta monografia está voltando para a avaliação de eventos que determinam a evolução do papel do Banco Central Europeu enquanto instituição econômica. Abstendo-me de me aprofundar na discussão sobre os diversos significados, desenvolverei minha análise a partir da concepção de instituições econômicas como o conjunto de políticas, leis e regulações que governam as relações e interações dos agentes nos mercados. Nela incluem-se a compra, venda e uso de propriedades, bens e serviços; o nível de envolvimento governamental no âmbito da economia e o nível de restrições impostas sobre as relações econômicas mutuamente acordadas a que estão sujeitos os agentes de uma determinada economia.

Partindo da premissa de que as instituições importam (SALINES et al. 2011), a análise que se segue busca compreender o caminho percorrido especificamente pelo Banco Central Europeu (BCE) enquanto organismo e instituição econômica ímpar, desde sua concepção teórica de caráter *sui generis*, baseada no Tratado da União

Europeia (TUE ou Tratado de Maastricht) em 1992. Observaremos a ocasião de seu surgimento *de jure* e *de facto*, sua forma embrionária traduzida por órgãos de traço *ad hoc* e a evolução de sua governança em períodos temporais que serão distinguidos como “tempos ordinários” e “tempos extraordinários” pela preocupação com a observação diferenciada entre períodos de estabilidade macroeconômica e momentos de crise.

Essencialmente, esse estudo baseia-se na ideia de que a análise do desenho das instituições que regem uma economia são cruciais durante a todo o percurso histórico ao afetarem o comportamento dos agentes por meio, por exemplo, de suas regras, instruções e atuações diretas ou indiretas. Aqui é relevante apontar que essa abordagem não foi necessariamente a mais popular durante os primeiros de união monetária. Isto porque a maior parte das críticas feitas ao grupo de países integrantes da União Monetária Europeia até o desenrolar da crise das dívidas soberanas se direcionava principalmente aos crescimentos relativos pouco memoráveis que eles experimentavam individualmente, enquanto que, somente a partir do agravamento das instabilidades macroeconômicas, esse foco migrou para o desenho institucional e político em que eles estavam inseridos – relevando uma preocupação que vai além da Economia (SALINES et al. 2011) simples e puramente.

Ao considerar que a evolução das tentativas de integração que precederam o surgimento do BCE e, conseqüentemente, o rumo tomado pelas economias e políticas macroeconômicas da zona do Euro parecem se enquadrar no que podemos chamar de “processos dependentes da trajetória”¹, lidamos com o interessante fenômeno da existência de momentos críticos cujos desdobramentos afetam de forma exponencial o funcionamento da realidade - e, analogamente, influencia as respostas prováveis e viáveis às decisões feitas em um momento futuro. Em outras palavras, ao tratar do BCE enquanto processo dependente da trajetória, há, por trás, uma tentativa de evidenciar como perturbações políticas ou econômicas, mesmo quando relativamente modestas, podem vir a ter uma influência irreversível tanto no molde de atuação quanto nos resultados alcançados posteriormente pelas políticas e mecanismos dessa instituição.

¹ *Path dependent processes*, em tradução livre. Referem-se ao “conjunto de processos dinâmicos eventuais e não-reversíveis, incluindo uma ampla gama de eventos que podem ser descritos como ‘evolucionários’” (DAVID, 2001, p. 15)

Um aspecto de destaque é a avaliação sobre a concepção inicial dessa instituição sob um desenho assimétrico gerado por uma centralização de políticas cambial e monetária versus uma independência, frequentemente incoerente e sempre perigosa, fiscal e macroprudencial.

Ainda que este estudo não se proponha fazer um julgamento sobre a escolha ou eficácia do formato institucional resultante das propostas de integração econômica e, posteriormente, monetária que culminaram no surgimento da zona do euro e do Eurosistema nem de avaliar as políticas monetárias por ele conduzidas até o ápice da crise de dívidas soberanas em 2011-2012. Há um entendimento de que há uma situação de dupla causalidade na dinâmica entre as instituições e a economia. Se é inegável que a conjuntura econômica seja capaz de motivar, ou até mesmo forçar, mudanças institucionais, como veremos, é irrefutável que transformações nas instituições econômicas – tanto em seu formato quanto em sua atuação - moldam novos traços da economia.

Neste trabalho, será apontado que, durante ampla maioria dos principais casos em que se comprovou mudança institucional no Banco Central Europeu, esta se deu como reação a desdobramentos da conjuntura econômica.

A fim de facilitar a avaliação dos casos escolhidos, no acompanhamento da evolução do BCE, é utilizada uma tipologia de classificação introduzida de transformação institucional por Streeck e Thelen (2005), tradicionalmente em artigos e estudos que utilizam o olhar institucionalista.

A divisão desta monografia é feita da seguinte maneira: inicialmente, no capítulo 2, há um breve olhar sobre o histórico de eventos que determinaram a idealização e implementação da integração econômica e monetária europeia viabilizando a criação de uma zona monetária comum. A partir daí, começa-se a focar especificamente na trajetória da instituição protagonista deste trabalho. No capítulo 3, é explicitada e explicada a tipologia que será aplicada para classificar os casos escolhidos, que, nessa seção, estão inseridos no “período ordinário” que vai de 1999-2007, quando a zona do euro gozou de um cenário econômico sem graves choques. O capítulo 4 trata, também por análise de casos, do período extraordinário de fortes perturbações no cenário econômico mundial decorrentes da crises financeira de 2007-2008 e crise de dívida

soberana europeia deflagrada a partir de 2010, com o pedido de *bailout* grego frente ao iminente risco de default, e intensificada nos anos que se seguiram. O quinto e último capítulo encerra o trabalho elucidando algumas conclusões tiradas pela observação da forma bastante variada, embora gradativa e não disruptiva, das modificações institucionais ocorridas no BCE

2. Um olhar sobre a origem e os esforços iniciais

A conjunção de esforços e todo o percurso trilhado pelas mais diversas organizações e entidades do continente europeu, mesmo antes da formação do bloco econômico, são fundamentais para o entendimento da lógica por trás da fundação do Banco Central Europeu, bem como seus instrumentos e escopo de atuação.

Dessa forma, o desenrolar histórico das mais diversas entidades europeias e, mesmo, internacionais no que tange à intenção de uma maior integração econômica é ilustrado aqui como ferramenta para auxiliar a compreensão da configuração inicial do BCE e fatores-chaves de sua evolução institucional.

Nas seções a seguir são elucidados os encadeamentos principais desde meados do século XX até o surgimento do Instituto Monetário Europeu, instituição de caráter *ad hoc* estabelecida como predecessor do BCE. O conjunto de eventos principais desse meio século de tentativas e, fracassos, é apresentada, adicionalmente, de maneira gráfica pela tabela cronológica até a entrada do último país a compor a zona do euro ao fim deste capítulo.

2.1. O embrião da integração

Nos já existentes documentos europeus oficiais dedicados exclusivamente a analisar a fundação histórica do BCE, ainda é debatida a data definitiva do início cronológico de uma união econômico-monetária intra-europeia. A ausência de consenso sobre o marco inicial justifica-se na importância das XX datas a seguir. Fala-se sobre o ano de 1958, quando são estabelecidos os Tratados de Roma, que iniciam o caminho da integração ao instituir a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia de Energia Atômica (CEEa), que foram adicionadas à Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), e representam uma mudança significativa no contexto de fragilidade e fragmentação político-econômica após a Segunda Guerra Mundial. Um olhar crítico é capaz de perceber que, à essa altura, não havia ainda a ambição ou, mesmo a concepção, de uma moeda comum à comunidade.

Outro possível marco, poderia ser o ano de 1989 (BCE, 2006) em que foi determinado, pelo Conselho Europeu, que a concretização da União Econômica e Monetária deveria acontecer até o fim do século XX.

O próprio BCE escolheu considerar, no entanto, o ano de 1962 como o início da caminhada rumo à integração monetária europeia graças à publicação do Memorando Marjolin², por parte do Conselho Europeu. Tal status é explicado quando consideramos que o documento traz em si a primeira discussão séria sobre integração monetária a nível da CEE, bem como solicita as primeiras medidas de cooperação nesse âmbito – ainda que de forma bastante restrita; adicionalmente ele institui, para 1964, a criação de um comitê dos presidentes³ dos bancos centrais dos países-membros da CEE.

O *Committee of Governors*, embora gozasse, inicialmente, de um mandato notadamente limitado, teve uma importância que aumentou gradativamente e foi fundamental no desenvolvimento e gestão do *framework* de cooperação monetária a ser adotado posteriormente pela Comunidade. Veremos, mais a frente, como o papel desempenhado por esse comitê foi, também, de extrema importância nos momentos finais de estabelecimento da UEM.

Antes do Memorando, não havia uma demanda por maior aproximação no setor monetário, em grande parte, porque todos os países participantes da CEE faziam parte também do sistema de Bretton Woods. A estabilidade desse sistema internacional até meados da década de 1960 afastou das nações europeias a necessidade, e até a tentativa, de idealização de um novo sistema monetário no período em que foram concebidos os Tratados de Roma, por exemplo. Uma vez que os sinais de esgotamento de Bretton Woods se tornaram latentes, em virtude das políticas do balanço de pagamentos norte-americanas, os países da CEE começaram a rapidamente divergir em termos de políticas econômicas prioritárias. O cenário internacional passava por uma alteração de dimensões relevantes. Crises nos balanços de pagamentos e nas taxas de câmbio europeus, resultante de divergências entre preços e custo ao redor do continente, impôs uma ameaça de erosão da união aduaneira e do mercado comum agrícola existentes de forma bem-sucedida até então.

A resposta da CEE foi materializada pelo Relatório Werner⁴, a pedido da Comissão Europeia e com objetivo de finalmente criar uma identidade monetária singular para a Comunidade. Trata-se de um plano idealizado pelos chefes de Estado, ou

²

³ *Committee of Governors*

⁴ O documento, datado em 8 de outubro de 1970, foi assim popularizado porque o grupo de especialistas encarregados de sua produção foi chefiado por Pierre Werner, primeiro-ministro de Luxemburgo.

de governo, em questão que determinava uma trajetória rumo à União Econômica e Monetária através de 3 estágios.

2.2. Os primeiros mecanismos de assistência.

Já no começo da década de 1970, em decorrência da turbulência das transformações financeiras e monetárias resultantes da decadência do sistema de Bretton Woods e da decisão pela criação da UEM, começaram a surgir os primeiros mecanismos de auxílio e cooperação dentro da CEE.

Em fevereiro de 1970, um acordo foi firmado entre os bancos centrais da Comunidade para instituir um mecanismo⁵ de curto-prazo para o suporte monetário. Além disso, no ano seguinte, decidiu-se pela instauração de um instrumento para assistência financeira de médio prazo intra-CEE (resolução de 22 de março de 1972 do Conselho de Ministros). Movimentos que foram, inegavelmente, sinalizadores do intenção real de seguir o caminho rumo a um maior envolvimento econômico.

Parte da primeira etapa de criação da UEM demandava o gradual estreitamento das margens de flutuação entre as moedas dos países-membros. Cunhado de “Serpente Monetária”⁶, o sistema nasceu em 1972, mas já em 1973 foi necessária uma nova demonstração de cooperação via criação de um fundo⁷ para garantir o funcionamento apropriado da Serpente (regulação n° 907/73 do Conselho de 3 de abril de 1973 da CEE). Uma das características do FECOM, a de promover compensações entre os bancos centrais nacionais, acabou se tornando a figura central do que viria a ser a nova estrutura organizacional dos bancos centrais da Comunidade, resultando em uma política de reservas mais uníssona nos países participantes. Não coincidentemente, o FECOM foi precursor direto do Instituto Monetário Europeu, como veremos mais à frente.

No desenrolar da década de 1970, na presença de severos choques econômicos, vide 1973 e 1979, os aparentes avanços alcançados em prol da integração foram

⁵ *Community system of short-term monetary support*, de 9 de fevereiro de 1970.

⁶ Seria obedecida uma flutuação dentro da banda positiva ou negativa de 2,25% entre as moedas dos países participantes contra o dólar americano, o que constituía uma espécie de “túnel” em que podiam ser cotadas essas moedas. Quando cotadas em nível intra-Comunidade.

⁷ Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM). Suas funções incluíam assegurar o funcionamento adequado do sistema monetário adotado, intervir no mercado de câmbio e promover as compensações entre os bancos centrais nacionais.

perdidos em razão de uma total dissonância nas políticas de resposta adotadas pelos países da Comunidade individualmente. Foi justamente o formato institucional do FECOM que o criou fadado a ser uma entidade razoavelmente vazia (ECB, 2006), já que o desenho dessa instituição o tornava submisso a diversas outras instituições existentes na CEE e, dessa forma, tornava sua atuação efetiva altamente limitada e pouco eficaz.

2.3. Novos esforços e o chamado pela moeda comum

Mesmos após tentativas frustradas, novas medidas foram tomadas no âmbito monetário em prol de maior envolvimento. Notadamente, o Sistema Monetário Europeu (resolução de 5 de dezembro de 1978 do Conselho Europeu, cujo regimento operacional foi elucidado em um acordo do ano seguinte⁸). Dentre seus aspectos mais relevantes, e que o diferenciavam de tudo o que já havia sido feito previamente, destaca-se a introdução de uma cesta de quantidades fixas de moedas dos países-membros da CEE, denominada Unidade de Conta Europeia (UCE)⁹, que passou a ser utilizada como numerário do Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio (METC)¹⁰. Essa medida significou que toda e qualquer operação dos mecanismos de crédito e de intervenções, bem como os meios de compensação e os ativos de reserva passariam a ser cotados nessa unidade comum à Comunidade. Isso deixa transparecer que o METC foi mais do que seu título nos permite inferir, dado que foi um passo fundamental para harmonização das políticas econômicas e monetárias – necessária para o objetivo prioritário do Mecanismo de estabilizar as taxas de conversão¹¹.

A trajetória promissora do METC encontrou um obstáculo desafiador na medida que descompassos nas políticas fiscais nacionais da Comunidade Europeia persistiam; o âmbito das finanças nacionais não fazia parte do escopo de atuação dos instrumentos de

⁸ Acordo de 13 de março de 1979 entre os bancos centrais da CEE.

⁹ Ela passou a ser utilizada, inclusive, nos mercados financeiros como opção para proteção contra riscos de volatilidade de outras moedas e como forma de diversificar o portfólio.

¹⁰ Assim como a Serpente Monetária, esse mecanismo também visava à redução da volatilidade das taxas de câmbio dos países participantes em relação ao dólar e a uma maior estabilidade econômica no âmbito da Comunidade Econômica Europeia.

¹¹ Dados do Eurostat nos permitem observar, adicionalmente, que foi alcançado certo grau de convergência e estabilização da inflação, atingindo níveis inferiores, nos países da Comunidade Europeia, o que corroborou para a consequente estabilidade nas taxas de conversão das moedas dessas nações.

integração econômica da CEE e permanecia como decisão independente e individual de cada país membro. Os insistentes déficits em que incorriam algumas nações-membro (BCE 2006) sobrecarregaram o âmbito de política monetária para o alcance da estabilidade econômica – cenas de um filme que, como sabemos, não passariam pela última vez no continente europeu – e acabaram por limitar o sucesso do Mecanismo Europeu de Taxa de Câmbio. No decorrer deste trabalho, veremos como essa lição não foi internalizada pelos países que a experimentaram, considerando que o mesmo desafio sobre a política fiscal viria a culminar na pior crise vivida por eles no século XXI. Outro aspecto que limitou o êxito da iniciativa foi a ausência de uma âncora para a UCE, o que se impôs como fator limitante para o desenvolvimento do papel desse numerário neste mercado comum, fator este que ofuscou até mesmo o crescente volume de instrumentos, cotados em UCE, relacionados a dívida externa por parte da CEE.

A inexistência de um movimento convergente amplo e efetivo entre as economias desse mercado comum pôs fim à ilusão defendida pelos *policy-makers* da região de que a ausência de fronteiras entre os mercados em questão seria, *per se*, incentivo suficiente para que essas economias passassem a estar tão intimamente envolvidas a ponto de restringir o espaço de manobra das políticas nacionais. Esse momento, quando a mobilidade irrestrita de capitais e integração dos mercados financeiros se punham como um peso a mais nas políticas monetárias, serviu para evidenciar que se fazia imperativa uma coordenação de políticas ainda mais ampla, intensiva e efetiva. Já a partir daí, a concepção de que apenas por meio da adoção de uma moeda única o Mercado Comum poderia alcançar o sucesso que há muito tempo vinha sendo buscado passou a virar consenso entre os países da CEE¹². O argumento era sustentado pelas ideias de que uma divisa comum acabaria com os riscos e custos associados ao câmbio realizado intra-Comunidade, além de, supostamente, promover uma crescente transparência para consumidores e investidores da região, trazendo ganhos econômicos para todos os membros.

¹² Que, a essa altura – até o fim da década de 1980 – eram 12 unidades representativas, em ordem alfabética: Alemanha Ocidental (posteriormente, com a unificação na década de 1990, passou a contar também com a parte Oriental), Bélgica, Dinamarca, Espanha, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal e Reino Unido.

2.4 A União Europeia

Diante dessas circunstâncias, foi acordado, em 1988, o relançamento do projeto de constituir uma União Econômica e Monetária entre os países que formavam a Comunidade Europeia.

O grupo de trabalho¹³, liderado pelo presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, foi responsável pela confecção de um documento que traçasse, de maneira concreta, os passos a serem dados rumo ao nascimento da UEM europeia.

Findo em 1989, o “Relatório Delors”¹⁴, como ficou conhecido, foi capaz não somente de estabelecer um desenho geral da configuração inicial da UEM e uma trajetória idealizada em três etapas para a materialização do bloco econômico como também gerou inúmeras controvérsias e críticas, especialmente por parte de observadores britânicos.

O documento, cabe relevar, traz em si as primeiras especificações institucionais a respeito do que viria a ser a autoridade de política monetária da União, um conjunto envolvendo os bancos centrais nacionais de toda a União Europeia e uma entidade central – que, evidentemente, veio a ser o BCE - trata-se do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC). Essa caracterização é feita na medida que houve, de forma bastante clara, uma elucidação de quais seriam a estrutura, o status, os instrumentos e o, principalmente, o mandato único de alcance e manutenção da estabilidade de preços desse sistema de bancos centrais¹⁵. Seu *design*, especialmente no que diz respeito ao mandato – bem como a ênfase no comprometimento com o mesmo - denuncia, inegavelmente, a influência exercida pelo governo alemão e pelo Bundesbank¹⁶ na determinação dos parâmetros desse novo sistema. A pluralidade de nações e respectivas necessidades e características envolvidas nesse movimento de integração econômica tornava natural, aos olhos de seus idealizadores, que um sistema de caráter federalista

¹³ Comitê para o Estudo da União Econômica e Monetária, do qual faziam parte, também, os presidentes dos bancos centrais nacionais; o diretor-geral do Banco Internacional de Compensações, Alexandre Lamfalussy; o renomado conselheiro governamental e economista dinamarquês, Niels Thygesen; o presidente do Banco Exterior da Espanha, Miguel Boyer e um membro da Comissão Europeia, Frans Andriessen.

¹⁴ Oficialmente, “Relatório sobre União Econômica e Monetária na Comunidade Europeia do Comitê para o Estudo da União Econômica e Monetária”.

¹⁵ É válido salientar a não satisfação de uma demanda da Alemanha, feita pelo Ministro das Relações Exteriores, de criar, já a essa altura, versões preliminares do que viriam a ser os estatutos regente desse proposto SEBC. Esse papel, no entanto, foi preenchido por um estudo, mais acadêmico e do mesmo ano, pela Fundação Spinelli.

¹⁶ Banco Central Alemão.

fosse o escolhido, refletindo, igualmente, que a legislação bancária dos Estados Unidos era uma grande fonte de inspiração (THYGESEN 1989) .

Como é esperado de uma autoridade monetária sustentável, com base na teoria econômica regente e séries de evidências empíricas, o Conselho do SEBC seria totalmente independente de influências por parte dos governos nacionais¹⁷. Para conjugar tal independência com a presença de *accountability*, requisito básico e fundamental no contexto de sociedades democráticas, as autoridades do SEBC deveriam obrigatoriamente reportar e justificar anualmente as políticas escolhidas aos chefes do Parlamento Europeu; simultaneamente, estariam sempre abertas as portas para que comitês do sistema de banco centrais debatessem assuntos correntes tanto no Parlamento Europeu quanto no Conselho para Questões Econômicas e Financeiras (ECOFIN)¹⁸. Esses traços serão observados, com certas modificações, também após o estabelecimento do ECB na década seguinte.

É preciso ressaltar que, no Relatório Delors, quando se buscava identificar de maneira detalhada como se chegaria à integração econômica e monetária, deixou-se de fora qualquer tipo de proposta relacionadas instituições e áreas não-monetárias. Alegadamente, as estruturas existentes naquele contexto¹⁹ eram vistas como “adequadas para a tarefa de coordenação orçamentária e outras decisões fora do âmbito monetário” (THYGESEN 1989). Novamente, deixa-se de lado a preocupação em estabelecer formalmente um meio mais incisivo de cooperação na esfera de assuntos fiscais, especialmente em termos de vigilância e responsabilidade. Esperava-se, novamente, que a tamanha integração dos mercados proposta tomaria forma de um incentivo suficientemente grande para os países-membro da futura União Econômica e Monetária agissem de forma mais prudente em termos de finanças governamentais, de forma a respeitarem os critérios não-monetários para pertencimento à UEM.

Finalmente, os três estágios desenhados pelo Relatório tomaram o seguinte formato:

¹⁷ E mandatos relativamente longos para os membros que viriam a integra-lo.

¹⁸ Composto pelos Ministro de Finanças de toda a União Europeia.

¹⁹ No caso, o Conselho de Ministros da CEE.

<i>Resultados do "Relatório Delors" de 1989</i>	
1º estágio (1990 - 1994)	Estabelecimento definitivo do mercado interno, com a remoção de todos os obstáculos à integração financeira e à intensificação da cooperação monetária. Início do processo de redução de disparidades entre as políticas econômicas dos Estados-membros.
2º estágio (1994 - 1999)	Período de transição, estabelecendo o surgimento das estruturas organizacionais fundamentais da UEM (como o BCE). Grande intensificação do esforço de convergência econômica das nações envolvidas.
3º estágio (1999 -)	Fixação irrevogável das taxas de câmbio e atribuição completa de autoridade às novas instituições e organismos responsáveis pela governança econômica e monetária

Fonte: ECB e Relatório sobre união econômica e monetária na Comunidade Europeia (1989)

Ao recomendar, a preparação de uma conferência intergovernamental para a preparação de um novo tratado que regeria a UEM fica, de certa forma, implícito que essa negociação de preparação deveria ocorrer ainda no primeiro estágio para viabilizar o início das atividades do SEBC, ainda que em formato razoavelmente limitado. A partir daí, então, é identificada uma falha no documento – reconhecida até mesmo por um dos especialistas que formulou o Relatório – não houve um detalhamento sobre como algumas funções atribuídas aos bancos centrais nacionais seriam transferidas a esse novo sistema e, posteriormente, adaptadas ao surgimento de uma nova entidade monetária central. Além de significar que um grande esforço, tanto prático quanto intelectual, fosse necessário aos ministros de finanças e BC dos países envolvidos, nos anos seguintes, essa postergação também indicaria um tendência que seria frequentemente observada no contexto de integração econômica e financeira europeia: a tomada de decisões e delineamento de aspectos institucionais cruciais para o bloco majoritariamente possuiu caráter reativo, ou seja, mais comumente responde às

circunstâncias específicas do contexto político-econômico do que se antecipa a ele por meio de planos estratégicos detalhadas a serem rigorosamente seguidos.

Alguns estudos já foram feitos analisando de maneira mais profunda e detalhada as implicações do Comitê Delors, tanto com foco no documento que dele resultou quanto na composição de seus membros. Esse, evidentemente, não é o objetivo do presente trabalho, embora seja valioso ressaltar que o referido comitê parecia se encaixar numa definição de “comunidade epistêmica”²⁰ (HAAS 1992), o que ajudaria a explicar como tão rapidamente se chegou a um acordo que designava algo tão crucial para o futuro do continente (VERDUN 1997) em lugar de ter sido apenas um palco de conflitos intermináveis e irresolvíveis.

Continuando, as instruções a respeito da primeira fase ainda coexistiam com o formato institucional da Comunidade Econômica Europeia, significando que as verdadeiras inovações e transformações institucionais teriam início a partir dos estágios seguintes – começando pela revisão do Tratado que estabelecia a CEE. As outras duas etapas propostas viriam a ser melhor especificadas após a formulação do Relatório Delors e serão abordadas à frente.

2.5. Passos mais firmes

Recapitulando brevemente, vimos até o momento, um caminho em que o Sistema Monetário Europeu, instituído em 1979, foi seguido Ato Único Europeu de 1986, mais relevante revisão dos Tratados de Roma, estabelecendo o mercado único a ser completado até 1992. O Comitê Delors ajudou ao avanço mais concreto delineando os passos a serem seguidos, já devidamente mencionados.

A Conferência Intergovernamental (CIG) recomendada pelo Relatório Delors, abriu a década de 1990 e o fruto mais célebre de seu trabalho foi, claramente, o Tratado da União Europeia, popularmente cunhado de Tratado de Maastrich – anexado aos tratados que firmavam a CEE e assinado em 7 de fevereiro de 1992. A Comunidade Econômica Europeia passava a ser Comunidade Europeia (CE), representando a expansão tanto do seu escopo quanto de seu poder. O Tratado de Maastrich trouxe

²⁰ Aquele em que seus membros compartilham um conjunto bastante semelhante de crenças que determinam sua atuação, de forma a promover um entendimento parecido sobre as decisões de política e seus resultados esperados.

consigo os estatutos das novas instituições econômicas europeias, o SEBC e o Instituto Monetário Europeu, além de confirmar as dificuldades e críticas encontradas após o Comitê Delors ao atribuir um status especial à Dinamarca e ao Reino Unido, que não participariam do estágio 3 de integração – evidenciando, no caso britânico, o ceticismo de longa data quanto aos benefícios da moeda comum.

Assim que o Tratado havia sido assinado e entrou em operação²¹, começaram as preparações necessárias para que se chegasse ao último estágio para concretização da UEM.

No primeiro dia de 1994, com o nascimento do IME, que visava primordialmente a fortalecer a cooperação entre os BC nacionais e a viabilizar a condução de uma política monetária única necessária para a chegada da moeda comum, o segundo estágio para a UEM já estava em pleno vigor. O *framework* tanto logístico quanto organizacional e regulatório do Instituto Monetário Europeu era descrito no artigo 117 do Tratado da Comunidade Europeia e deve ser atentamente observado ao saber que ele foi a base não somente da viabilização do SEBC como também da instituição que o sucederia em 1998, o Banco Central Europeu.

A seguir, encontramos as tarefas e objetivos primordiais do IME, no âmbito de seu mandato de cooperação junto aos bancos centrais nacionais:

<i>Principais tarefas atribuídas ao Instituto Monetário Europeu</i>
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Preparar todos os procedimentos e estratégias necessários para a condução da política monetária única, bem como analisar as possíveis estratégias para sua implementação; ◆ Promover a harmonização da coleta, compilação e distribuição de toda a estatística financeira, bancária, monetária e orçamentária da futura zona do euro; ◆ Harmonizar as regras e padrões contábeis a fim de consolidar o balanço do SEBC; ◆ Desenvolver o formato de condução de operações de divisa estrangeira e de reserva oficial de divisas dos futuros membros da zona do euro;

²¹ Embora tivesse sido previsto para janeiro de 1993, o real início de suas operações deu-se em novembro do mesmo ano.

- ◆ Instituir o sistema TARGET²² de pagamento e compensações entre os membros do SEBC visando a integrar o *money market* do euro, em especial, ao desenvolver a estrutura técnica para o processamento de transferências robustas entre as fronteiras do euro;
- ◆ Viabilizar os sistemas de comunicação e de informação requeridos para o exercício das funções do SEBC;
- ◆ Identificar como o SEBC poderia contribuir com a condução das políticas das autoridades de supervisão para preservar a saúde das instituições de crédito e do sistema financeiro.

Fonte: ECB

Houve, paralelamente, a conjunção de esforços do IME com outras instituições europeias em prol do alcance do estágio 3. Cabe relevar o trabalho feito para desenvolver o cenário de troca para a moeda única²³, o desenvolvimento de uma nova conjuntura para cooperação monetária e de política cambial (o segundo Mecanismo de Taxa de Câmbio), monitoramento dos progressos individuais das nações da zona do euro em relação à convergência econômica exigida; assistência na preparação na legislação a ser usada no terceiro estágio e apoio à indústria financeira na adaptação à futura mudança para o euro (ECB 2006).

Em 1997, é apresentado pelo Conselho Europeu o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) contendo basicamente 3 documentos a complementar o Tratado da CE²⁴ no que diz respeito aos aspectos de disciplina fiscal que deveriam ser obrigatoriamente obedecidos dentro da UEM a fim de manter a capacidade de política monetária única. Ao assina-lo, as nações-membro se comprometiam a preencher uma serie de requisitos em diversas esferas de governança como critério para a validar sua participação na zona monetária única.

²² Do inglês Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer **System**; Sistema Automatizado Trans-Europeu de Liquidação Bruta em Tempo Real, em tradução livre.

²³ Em que a instituição sugeriu que fosse reservado um período de 3 anos para tal, admitindo que não seria viável uma adaptação aceitável em menos tempo.

²⁴ A Resolução do Conselho Europeu sobre o Pacto de Estabilidade e Crescimento de 17 de junho de 1997; a Regulação do Conselho Europeu n° 1466/97 (que intensificava o monitoramento dos comportamentos orçamentários e da coordenação de políticas monetárias e a Regulação do Conselho Europeu n° 1467 sobre gastos governamentais e esclarecimentos sobre procedimentos em deficits excessivos.

2.6. Desafios para com o FMI

Paralelamente a todos esses desdobramentos político-econômicos, enfrentava-se também um desafio de âmbito global decorrente da iniciativa de se fundar a UEM. Era preciso entender e consolidar como esse evento afetaria a atuação do Fundo Monetário Internacional e suas tradicionais funções de vigilância da política econômica e fiscal internacional.

Logo após a assinatura do Tratado de Maastrich foi percebida uma resistência substancial ao envolvimento do FMI na União Europeia (BROOME 2012), especialmente no que dizia respeito a um potencial tratamento da UEM como sendo um único Estado, na visão do Fundo. Essa resistência deve-se tanto ao fato de que alguns líderes europeus se opunham à integração generalizada da CE quanto ao temor, por parte até de algumas autoridades da Comunidade, de que o FMI viesse a monitorar mais rigorosamente ou oferecer críticas ao processo rumo à UEM (THYGESSEN 1997).

Ainda, assim, era imperativo, ainda em meados da década de 1990, que fossem resolvidas certas questões fundamentais que determinariam como seria o futuro relacionamento da União Monetária com o FMI, uma vez que parte da soberania dos países envolvidos passaria para as mãos de uma entidade regional e representativa dos objetivos comuns. Seriam quatro os desafio-chave a serem solucionados pelo FMI e pelos idealizadores da UEM (BROOME 2012): a gestão das reservas já existentes do Fundo dos países a formar a zona do euro, como esses países acessariam os recursos financeiros oferecidos pelo FMI, o impacto que a UEM teria na estabilidade monetária global e como ocorreria a representatividade tanto dos países da UEM quanto das instituições que seriam criadas em função dela.

Havia, nessas questões, a existência de conflitos com os padrões institucionais vigentes do FMI. Um exemplo bastante ilustrativo de como a preparação para UEM impunha dificuldades no cenário interacional é o fato de que o Tratado de Maastrich atribuía ao futuro BCE o direito de gerir as reservas depositadas no FMI dos países da zona do euro, essa proposta unilateral de centralização do controle de reservas e da decisão sobre o acesso dos países-membros ao aparato de auxílio financeiro oferecido pelo Fundo resultava na incerteza a respeito de como o FMI poderia efetivamente exercer sua autoridade naquela que viria a se tornar uma das zonas monetárias mais importantes do mundo. Ainda mais importante era a preocupação do Fundo sobre qual passaria, então, a ser o procedimento específico aplicado aos membros da futura

eurozone no caso de uma eventual crise financeira, já que o Tratado [de Maastich] deixava claro que os países que adotassem o euro não poderiam recorrer à mecanismos de auxílio ao balanço de pagamento, por exemplo, deixando-os mais vulneráveis²⁵. Como veremos, todos os principais fatores de incerteza e conflito entre a atuação do FMI paralelamente à instituição da eurozona só vieram a ser verdadeiramente resolvidos à luz de períodos de crise latente em que houve a necessidade da utilização da expertise do FMI em conjunto com as instituições político-econômicas da UEM para prevenir o evento de *default* de diversos países que vieram a adotar o euro.

2.7. O terceiro estágio

Dando seguimento aos passos previstos para a finalização do SEBC, após a assinatura do PEC pelos países da UEM e conseqüente comprometimento legal a adaptarem de maneira harmonizada suas respectivas legislações, ficou decidido no primeiro semestre de 1998 que todos as 11 nações que aderiram ao Pacto haviam alcançado os critérios por ele estabelecido. Assim, seria possível, como previsto, adotar o euro de maneira virtual no início do ano seguinte, iniciando a terceira e última etapa prevista pelo Relatório Delors²⁶.

²⁵ Países como a Grécia, em 1991, e a Itália, em 1993, tiveram que recorrer a esse tipo de mecanismo, o que mostrava que tal determinação era, de fato, uma restrição relevante em casos de crise.

²⁶ Note que a Grécia ainda não era um desses países porque não foi capaz de obter os resultados necessários em termos de reformas fiscais e de governança econômica .

3. O percurso do BCE: surgimento e os anos ordinários

Tendo sido feita já uma breve revisão sobre os principais eventos que precederam e determinaram a criação do Banco Central Europeu, o fim da década de 1990 anuncia o surgimento *de facto* da instituição. Para os fins deste trabalho passa agora a ser essencial a utilização de uma metodologia para clarificar os movimentos evolutivos institucionais vividos pelo BCE.

3.1. Tipologia de categorização

À luz da necessidade de atribuir um caráter mais formal à análise em questão, será utilizada a metodologia de categorização construída por Streeck e Thelen (2005), já amplamente referenciada em estudos com olhar institucionalista. Dessa maneira, tornar-se-á mais fácil entender a dinâmica e o formato das transformações sofridas pelo Banco Central Europeu, no contexto da União Econômica e Monetária.

Observar alguns dos eventos mais importantes vividos pelo BCE tendo em mente essas categorias é capaz de prover um auxílio se procuramos delinear uma tendência nos movimentos de transformação.

Avaliar a natureza dessas mudanças é uma ferramenta útil para se entender a tendência da atuação e reação dessa instituição frente ao contexto que se encontra inserida.

A seguir são descritas as cinco categorias em que podem se enquadrar uma transformação institucional e as respectivas motivações para suas ocorrências²⁷:

- **Estratificação:** novos elementos institucionais são adicionados a outros já existentes. É, muitas vezes, fruto de uma dinâmica de alternância de trajetória por meio de um mecanismo de crescimento diferenciado.
- **Deslocamento:** quando um determinado aspecto da estrutura institucional se torna mais proeminente que outro ao longo do tempo. Ocasão onde uma instituição vem a ser desacreditada ou torna-se, até mesmo, obsoleta frente a novos formatos institucionais.

²⁷ Tradução livre idealizada pela autora deste trabalho.

- **Redirecionamento (ou conversão):** ocorre quando uma instituição é direcionada rumo a um novo conjunto de objetivos, propósitos e/ou funções. A nova configuração pode ser justificada pelo surgimento de novos desafios em relação às políticas e as suas aplicações, e que não poderiam – ou não foram – previstos à ocasião do desenho inicial da instituição em questão.
- **À deriva:** quando estruturas institucionais estabelecidas simplesmente são sujeitas à atrofia. Tal fenômeno pode ser fruto, por exemplo, quando a “manutenção” institucional é negligenciada de forma deliberada e, assim, não acompanha o ritmo de mudanças externas.
- **Esgotamento:** identificada na medida que uma instituição vem a sofrer um colapso gradativo ao longo do tempo. Dinâmica que, ainda sob a visão de Streeck e Thelen, decorre de uma instituição é responsável por tornar a si mesma cada mais vulnerável e auto-destrutiva.

<i>Classificação das mudanças institucionais</i>					
	<i>Estratificação</i>	<i>Deslocamento</i>	<i>Redirecionamento</i>	<i>À deriva</i>	<i>Esgotamento</i>
<i>Definição</i>	Novos elementos incorporados a estruturas existentes afetam gradativamente seu funcionamento.	Algumas estruturas se tornam mais proeminentes do que outras, que se tornaram obsoletas.	Incorporação de novos objetivos ou funções a antigas instituições, sem que se percam as metas pré-existentes.	Instituições que se adaptam de maneira insuficiente às mudanças ocorridas externamente.	Instituição definha.
<i>Motor da transformação</i>	Pressão pela mudança acomodada por alterações feitas ao longo da trajetória da instituição.			Ausência de interesse por parte do agente capaz de provocar a mudança / Custos de transformação significativos.	Falha na reprodução dos mecanismos da instituição.

* Tradução livre. Adaptado de Streeck e Thelen (2005) e Salines, Glöckler et al (2011)

3.2. Nascimento estratificado: os primeiros anos do BCE

O primeiro aspecto óbvio a ser tratado é a maneira como se optou por conceber o BCE enquanto instituição:

“Assim que estabelecido, o BCE deve, se necessário, tomar as funções do Instituto Monetário Europeu. O IME deve ser liquidado à ocasião do estabelecimento do BCE (...)” (Artigo 123(2) do Tratado de Estabelecimento da Comunidade Europeia)

O trecho acima ilustra que, segundo o planejamento da integração econômica, os primeiros passos dados pelo Banco Central comum aos países da zona do euro já estariam potencialmente sujeitos a herdar a estrutura de uma outra instituição. Essa opção era embasada na justificativa de que, assim, poderiam caminhar de forma mais veloz rumo ao aprimoramento do formato do banco, necessidade que é exposta nas próprias palavras do ex-presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, no prefácio da biografia do BCE²⁸:

“Os bancos centrais nacionais tiveram dezenas de anos para evoluir, pelo menos meio século e, em alguns casos, dois séculos. Em comparação, o BCE foi desenvolvido em modo de ‘marcha rápida’”

Observou-se nesse processo de liquidação e substituição de uma instituição por outra uma clara evidência de que essa herança foi totalmente confirmada. O BCE herdou não apenas uma parcela significativa do quadro de funcionários do IME, como também deu continuidade a todos os trabalhos por este sendo desenvolvido visando a transição rumo à moeda comum.

O argumento para essa trajetória de acúmulo de funções, caracterizando um típico processo de evolução institucional do tipo estratificado, parece ter sido atendido na medida que consideramos que o BCE foi capaz de promover a operacionalidade do Eurosistema²⁹ na virada do ano de 1999, tendo o próprio banco sido estabelecido em junho de 1998.

Adicionalmente, a transferência de soberania da decisão de política monetária nos primeiros anos de existência do BCE foi crucialmente dependente da trajetória e conquistas do IME, se observarmos a estrutura financeira da zona do euro. Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, onde o *Federal Reserve Bank* de Nova Iorque - um dos bancos centrais do sistema que, como já mencionado, teve papel importante na

²⁸ (ECB 2006).

²⁹ O nome atribuído à autoridade monetária da zona do euro, o grupo composto pelos bancos centrais das nações que viriam a adotar a moeda comum mais o BCE.

concepção do Banco Central Europeu ao ser utilizado como inspiração para a finalização do *framework* deste – atua no âmbito monetário, essencialmente, por meio de transações de compra e venda de ativos no mercado aberto em acórdância com as necessidades de sua estrutura financeira, onde a principal fonte de financiamento das corporações não-financeiras vem a ser *market-based*. O cenário em que se encontrava, e ainda se encontra, o BCE é dramaticamente distinto considerando que

“Entre 1995 e 2005, empréstimos foram, em média, de longe a fonte mais importante de financiamento de dívida da área do euro, representando 96%³⁰, quando comparados à emissão de títulos de dívida corporativa, que contabilizam somente uma pequena fração de cerca de 4% das fontes. Apenas no período de 1999-2001 houve uma certa expansão do papel dos títulos de dívida na captação de recursos por empresas da zona do euro (...). Em contraste, no passado recente, novamente altíssimos níveis de investimento financeiro vem sendo financiados, primordialmente, por empréstimos e a emissão de títulos de endividamento continuou modesta. (...) No Reino Unido e, em particular, nos Estados Unidos, a proporção dos empréstimos no passivo das corporações tem sido bem menos importante, representando, em média, 75% no Reino Unido e 59% nos EUA no horizonte temporal de 1995-2005” (ECB 2007, pág. 14, Box 1)

Ter isso em mente auxilia a explicar como a trajetória percorrida pelo Instituto Monetário Europeu foi crucial e a opção por uma evolução estratificada, ao ser tomado pelo BCE, se confirma como melhor opção. Considerando que a forma na qual a política monetária do BCE é implementada, notada e majoritariamente, por meio da concessão de empréstimos a um extenso número de bancos em troca de colateral elegível específico, a definição das taxas de juro se torna o principal instrumento do Banco, visando a influenciar o custo de refinanciamento do sistema bancário que repassará as condições designadas pelo BCE às firmas e domicílios de seus respectivos países. Percebemos como os intermediários financeiros, leia-se basicamente bancos, são pivotais na dinâmica de transmissão das políticas monetárias da zona do euro. Embora a escolha dessas políticas tenha vindo a ser centralizada, a implementação das mesmas continuou sendo descentralizada no contexto do Eurosistema, fazendo com que as operações do BCE afete um espaço financeiro habitado por mais de 6000 instituições de crédito (COUR-THIMANN; WINKLER, 2012, p. 8). Levando todos os esses aspectos

³⁰ Em relação ao saldo acumulado dos financiamentos existentes de corporações não-financeiras.

em consideração, se torna evidente como o trabalho preparatório desenvolvido e adotado pelo IME, em especial, no que tange à harmonização dos métodos de coleta, compilação e distribuição da moeda e de toda a informação bancária, financeira da região foi primordial para a capacidade de condução efetiva de uma política monetária comum. É de suma importância, também, o trabalho relacionado ao desenho de regras e padrões contábeis comuns e harmonizados que viabilizaram a construção e consolidação do *balance sheet* do Eurosistema, em que pode se destacar a opção por uma versão diferenciada em relação ao de outros bancos centrais no que diz respeito à opção de gestão de reservas das instituições financeiras e monetárias: o BCE atua manipulando três taxas de juros principais aplicados respectivamente às *main refinancing operations*, ao *marginal lending facility* e ao *deposit facility*³¹.

O surgimento *de facto* do ECB e o início da gestão de política monetária na região do euro carregando todas as estruturas de trabalho do IME e, a elas adicionando novas e maiores responsabilidades e funções, foi o principal movimento observado no período, relativamente estável economicamente do fim da década de 1990 e início dos anos 2000, paralelamente à inserção do papel-moeda comum na região.

3.3. Governança Trichet e a busca por credibilidade

Os primeiros anos do BCE, sob a presidência de Wim Duisenberg enfrentavam algumas questões importantes como a implementação suave do papel-moeda, que deixaria de ser virtual e lidar com as expectativas dos mercados internacionais em relação a transição. Além disso, o BCE estava a par de que, sendo uma instituição completamente ímpar e recém-criada, era necessário principalmente, alcançar um status de credibilidade não só na Europa, mas mundialmente, para proporcionar uma implementação suave e eficaz de suas decisões (BEBER 2003).

No período inicial da moeda comum de forma real na economia, 2002-2003, alguns pontos principais devem ser relevados quanto à atuação do Banco. O euro foi introduzido de forma razoavelmente suave em 2002, mas o BCE foi bastante criticado durante os anos Duisenberg por uma forte inercia na condução da política monetária. Se considerarmos esse biênio, apesar 3 modificações foram feitas no principal instrumento

³¹ Que diferenciam-se entre si em termos de detalhes relativos à liquidez.

da instituição, a *refi rate*, e os pilar dupla para a decisão sobre a mesma permanecia inalterado³².

Esse contexto marcou a entrada do novo presidente da instituição, em novembro de 2003, e explica a outra modificação evolutiva da instituição. As críticas sobre uma atuação pouco transparente e, algumas vezes, com atuação lenta e muito definitiva justificou uma sutil alteração na relação de comunicação do BCE. Ao contrário dos mais respeitados bancos centrais do mundo, o BCE nunca divulgou as minutas de sua reunião; desde a assunção do cargo de chefia de Trichet, no entanto, houve uma alteração no conteúdo das entrevistas coletivas, que passaram a conter discursos ser mais explicativos sobre a visão do Banco acerca da conjuntura econômica e esclarecedoras se comparadas com aquelas de seu antecessor. De maneira que essa via de comunicação passou a ser de valioso uso ao ser capaz de prover informações próximas àquelas que de esperaria de uma minuta de reunião de política monetária.

Esse artifício de utilizar os meios pré-existentes para suprir um objetivo novo, de expansão da transparência sobre as decisões e maior esclarecimento da visão da instituição sobre os desdobramentos do cenário mundial, mostra como a governança Trichet trouxe uma evolução institucional em prol da credibilidade por meio do redirecionamento das entrevistas coletivas concedidas pelo Banco.

3.4. O período ordinário

O que, de fato, se percebe é que durante o período desde o surgimento do BCE até meados da décadas de 2000, embora alguns choques tenham ocorrido³³, pode-se considerar que eles tenham sido administrados pelo BCE que conseguiu manter a inflação da região dentro da meta estabelecida. Basicamente, o que se observou é que não houveram mudanças institucionais significativas no referido período, que foi caracterizado, principalmente, por uma consolidação do *framework* institucional sob o qual o banco foi criado (ISSING 2005).

³² O acompanhamento do crescimento monetário na economia e análise dos indicadores econômicos e financeiros. (ECB 2010b)

³³ Como por exemplo o início da Guerra do Iraque em 2003, alterando os preços de combustíveis e impondo algumas dificuldades políticas.

4. O percurso em tempos extraordinários: 2007-2012

O clima de satisfação que parecia ter alcançado o Banco Central Europeu após o estabelecimento do euro, sem dificuldades ameaçadoras, e do alcance de seus objetivos de política monetária nos seus primeiros anos de atividade se altera fortemente conforme se entra no último da década de 2000.

A forte perturbação econômica advinda, inicialmente, pela crise financeira internacional a partir de 2008 e, *a posteriori*, se agravando de forma aguda na Europa com a crise das dívidas soberanas dois anos depois, deflagrada quando veio à tona o imenso déficit público grego e desencadeando uma série de problemáticas relativas ao âmbito de financiamento de dívidas públicas e bolhas imobiliárias em países como Irlanda e Espanha reverteu dramaticamente a conjuntura de aplicação de política monetária. Tudo isso expôs o BCE a fortes choques e a região do euro ao risco transbordamento sistêmico das dificuldades enfrentadas por alguns de seus membros para toda a UEM. A forma de resposta a eles foi a adoção de medidas não-convencionais de política monetária, uma novidade para o ainda jovem Banco Central que sempre as considerou, e ainda o faz, como uma complementação aos elementos convencionais principais: taxas de juros de curto-prazo e gestão de liquidez.

Embora este trabalho não se proponha a avaliar a eficácia ou a racional por trás das políticas por ele adotadas, é impossível não mencionar que elas tenham sido alvo de persistentes críticas e até previsões apocalípticas nos últimos anos que creem que o maciço endividamento público e privado de certos membros como apenas “a ponta do iceberg da profunda crise (...) resultante de abusos econômicos externos que passaram largamente despercebidos desde a introdução do euro” (MILBRADT, 2012, p. 43). Aqui será considerado que elas são relevantes na medida que pintam o plano de fundo da trilha percorrida pelo BCE enquanto instituição.

Os novos e já existentes instrumentos de que faz uso o BCE, a forma com que os utiliza e o próprio posicionamento do Banco frente ao cenário internacional e outras organizações econômicas nesse período de instabilidades são os aspectos que permitem observar a evolução dessa instituição nesse período de aguda instabilidade financeira. Nas seções a seguir serão descritos alguns processos de transformação experimentados por ele, paralelamente com uma análise descritiva sobre como essas novidades teriam afetados os princípios de seu *framework* institucional.

4.1. Redirecionamento imediato: inovações *ad hoc* na resposta aos choques internacionais

Com a forte tensão que o mercado interbancário mundial sofria desde o segundo semestre de 2007, bancos centrais de todo mundo começavam a ficar em alerta sobre como a situação poderia ser amenizada. No que diz respeito ao BCE, especialmente tendo já sido apontado o papel absolutamente crucial das instituições financeiras intermediárias para o financiamento do setor privado da zona do euro, a preocupação encontrava bases ainda mais vastas.

No período que concerne a crise financeira mundial, de 2008 até 2010, foram escolhidos pelo BCE diversos novos caminhos de implementação de política monetária sem que fosse, necessariamente, modificado o objetivo primordial que guiava a conduta do banco, conhecidamente, a manutenção da estabilidade de preços.

À luz de uma relevante ameaça de *credit crunch* e de um enfraquecimento dos canais de transmissão de política monetária, o BCE passou a se apoiar principalmente num conjunto de cinco novos elementos (BCE 2011) a fim de prestar assistência aos fluxos de crédito e condições de *funding* da região³⁴. São eles:

- (i) Temporária concessão liquidez ilimitada à taxa básica (*refi rate*) às instituições financeiras que atendiam a elegibilidade do BCE³⁵
- (ii) primeira expansão da maturidade da provisão de liquidez associadas às operações de refinanciamento de longo-prazo (LTROs, na popular sigla inglesa);
- (iii) provisão de liquidez temporária em moeda estrangeira – sem restrição de maturidade – aceitando colateral em euros;
- (iv) aumento da lista de colaterais elegíveis às operações do Eurosistema
- (v) introdução do programa de títulos garantidos por hipotecas emitidos na zona do euro e denominados em euro (*Covered Bond Purchase Programme*).

³⁴ Para uma descrição detalhada do funcionamento e implementação específicos de cada elemento, ver Cour-Thiman; Winkler (2012, p.11-12).

³⁵ Possuindo colateral adequado.

Todas essas novas alternativas à implementação das políticas do BCE, que não deixou de usar também seus canais tradicionais, considerando que entre outubro de 2008 e maio do ano seguinte houve uma diminuição total de 325 pontos-base em sua taxa básica, por exemplo, corroboram com a ilustração de um redirecionamento institucional. Isso porque, embora a meta-final do banco continuasse a mesma [controle da inflação pela manutenção da estabilidade de preços], o foco das políticas não-convencionais *ad hoc*, que se firmavam como tendo tido “um papel inegligenciável em sustentar a economia do euro no período” (GONZÁLEZ-PÁRAMO 2011), era distinto e dirigia-se, essencialmente à esfera de empréstimos ao setor não-financeiro e domicílios e suas condições.

Adicionalmente, representando o mesmo tipo de evolução rediretiva institucional, foi instituído mais um elemento às possibilidades de instrumentos temporários utilizados pelo BCE³⁶. O Programa de Compra de Dívida previa intervenções na zona geográfica do euro via operações de compra tanto de títulos de endividamento tanto privados quanto públicos a fim de impor uma barreira mais firme à subida exponencial dos *yields* associados aos bonds nacionais de alguns de seus membros (COUR-THIMANN; WINKLER 2012) – ainda que, visto suas restrições legais de atuação no financiamento de dívidas nacionais, o escopo de atuação desse programa em termos de títulos públicas ficava absolutamente restrito ao mercado secundário e ocorria em lotes previamente estipulados.

4.2. O conveniente deslocamento do TARGET pelo TARGET2

Acerca do período contido nos “anos extraordinários” talvez seja interessante considerar, ainda que brevemente, um caso que, à época passou praticamente despercebido e serve de caso bastante ilustrativo do processo evolutivo de exaustão.

Desde que o Eurosistema passou a ser operacional, ele contou com uma plataforma de pagamentos e compensações em tempo real entre as nações que o compunham, o Sistema TARGET, cuja configuração é parte da herança das conquistas do Instituto Monetário Europeu. Seu papel de “encanamento” (WHELAN 2009) do sistema interbancário entre os países que adotaram o euro, sendo imperativo mencionar

³⁶ “Decision of the European Central Bank on establishing a Securities Market Programme”.

Disponível em :

<http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_dec_2010_5_f_sign.pdf?5230e5ea39e59b114db48acf7dacd042> . Acesso em 3 de junho de 2013.

também que o sistema incluía nações como Dinamarca e Reino Unido, ainda que elas não tivessem adotado a moeda comum.

Em 2007, no entanto, o papel desse sistema foi tomado por um modelo novo cunhado de TARGET2, que vinha sendo idealizado desde 2002 e trazia modificações estruturais relevantes como a operação sobre uma plataforma técnica centralizada de transferências³⁷, versus um modelo descentralizado do TARGET; uma provisão de ferramentas de gestão de liquidez bem mais sofisticada, incluindo o estabelecimento de uma reserva de liquidez, atendendo à exponencial demanda pela mesma por parte de seus usuários; a concessão de acesso *online* às informações necessárias para efetuação e controle das transferências; e, até mesmo, compreende uma mudança na rotina operacional, já que o sistema TARGET2 ficaria aberto para transações *real-time* por mais tempo que o anterior.

Tendo o TARGET um instrumento fundamental para a integração econômica *de facto* da UEM, viabilizando o ideal de trânsito facilitado de crédito entre os países, ele próprio foi responsável por configurar uma dinâmica que o tornava insatisfatório – seu caráter descentralizado passou a impor complexidades e elevações nos custos de manutenção e de operação de forma desnecessária³⁸. Isso veio a justificar o esforço conjunto das autoridades nacionais do Eurostema, liderado pelo BCE, para desenhar um novo sistema de compensações e transferências com formato inovador e moderno. Uma vez que o critério para a participação nessa segunda geração de sistemas de transferências era idêntico ao do TARGET, todos participantes do primeiro sistema eram elegível a aderir a essa outra versão.

Durante o período de novembro de 2007 a maio de 2008, tempo que compreende a migração do primeiro até o último participante, o processo de esgotamento do sistema TARGET era evidente, embora o próprio BCE admita que esse processo de erosão do sistema tenha começado a dar sinais anteriores ao início da migração efetiva dos participantes.

As novas características presentes no TARGET2, focando insistentemente no melhoramento da gestão e provisão de liquidez, surgiu bastante convenientemente no

³⁷ A *Single Shared Platform*, cuja operação é provida de maneira conjunta pelos bancos centrais da Alemanha, França e Itália.

³⁸ “*European Central Bank, Payments & Markets – TARGET2*” <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/target/html/index.en.html>. Acesso em 2 de junho de 2013.

período concomitante com o início das instabilidades econômicas internacionais advindas da crise financeira de 2007-2008. E, justamente por isso, é relevante considerar as inúmeras críticas que rondaram – e ainda rondam - o TARGET2 e que podem ser sintetizadas nas palavras do presidente do instituto de pesquisa econômica alemão IFO, dirigente do centro para estudos econômicos do mesmo, Hans-Werner Sinn (2011):

“à primeira vista, o sistema Target (sic) parece ser uma irrelevância técnica, parte da mecânica diária das transferências diárias ocorridas entre os bancos da zona do euro – nada além de sistema de compensações para transações interbancárias. Essa impressão está errada”

Ele e a instituição da qual faz parte representam os críticos que advogam que, na prática, saldos nacionais negativos nesse sistema traduzem-se, na verdade, como um cálculo acumulado dos desequilíbrios no saldo de pagamentos de um país³⁹. O fato de que a linguagem estatística adotada pelo Eurosistema denota a criação de um passivo no TARGET2 contra outro país da UEM como sendo transferência de capital entre os bancos centrais das nações em questão é mais um catalisador da visão de que, na verdade, essa seria um instrumento encontrado pelo BCE de promover *bail-outs* de forma secreta ao grande público, quebrando o artigo 125 do Tratado de Funcionamento da União Europeia⁴⁰ que impede esse suposto tipo de auxílio. Ainda assim, até os dias de hoje ainda não se chegou a uma conclusão concreta sobre a veracidade de tal acusação e o novo sistema adotado segue sendo um instrumento fundamental de apoio à implementação da política monetária única. Aqueles que optam por encarar o TARGET2 como adquirindo a adicional função de prover alívio aos bancos centrais sem que seja necessário recorrer aos mecanismos formais de *bailout* da zona do euro, embutidos de um alto grau de condicionalidades, enxergam, então, que esse sistema de compensações passou por uma sutil evolução estratificada; embora isso não signifique que esta tenha sido desejada unanimemente, como é irrefutável pelo relato acima.

³⁹ Para uma crítica mais profunda e desenvolvida ver SINN (2011).

⁴⁰ “*The no bail-out clause*”

4.3. O cenário de instabilidade e o papel de conselheiro: de coadjuvante à protagonista

A entrada na década de 2010 impôs mais um difícil obstáculo a ser enfrentado pelo BCE, as perturbações no cenário econômico, anteriormente, desde 2008 ligadas ao setor financeiro e irradiada através do globo pareciam se amenizar enquanto a zona do euro caminhava a passos largos a problemas cada vez mais agudos e regionalmente localizados.

O evento-marco foi, sem dúvida, logo no primeiro ano da década, a larga expectativa confirmada pelo mercado de um evento de default grego, após 10 anos consecutivos de incapacidade de alcançar os objetivos fiscais que regem o Pacto de Estabilidade e Crescimento – note que o país jamais foi capaz de chegar a um nível de déficit fiscal inferior a 3% de seu PIB - à ocasião de ter sido decidido que a nação viria a adotar o euro como moeda oficial (COMISSÃO EUROPEIA 2010). O fenômeno impunha complicações e impactos para outros países em situações fiscais igualmente difíceis como Irlanda e Portugal (LOPREITE 2011). A necessidade latente da tomada de uma decisão sobre o caso, a fim de evitar contágio por risco sistêmico para toda a região bem como os conflitos apresentados anteriormente nesse trabalho acerca da delimitação exata de como seriam representados os países da zona monetária comum no Fundo Monetário Internacional e eles poderiam acessar o auxílio provido pelo Fundo a que tem direito todos os seus membros uma vez que o BCE se propunha a ser um intermediário nessa relação.

O que ocorreu foi uma convocação por parte do Conselho Europeu para que, atendendo ao pedido de assistência grego e defendendo os interesses da zona do euro, o BCE se unisse à ela com a motivação de aplicar medidas reformatórias por meio de um programa factível de ajustes a ser negociado com as autoridades gregas (SALINES et al. 2012), as duas instituições contariam adicionalmente com a presença do FMI, que contribuiria com toda sua expertise em monitoramento econômico do FMI.

O grupo, que ficou popularmente conhecido como a Troika, atuou no sentido de não somente manter uma vigilância sobre o comprometimento grego de efetivamente implementar as medidas acordadas e explicitadas no Memorando de Entendimento, mas também ser o responsável por desenhar as melhores vias pelas quais se alcançariam os objetivos estabelecidos.

Desde então diversas outras missões foram conduzidas pela Troika a partir do pedido de *bailout* de certos países como último recurso a fim de evitar o default,

notadamente: Irlanda, no fim de 2010; Portugal, no primeiro semestre de 2011 e Chipre em junho de 2012. O grupo, paralelamente, passou a contar, *a priori*, com programas voltados para assistência no financiamento das nações no âmbito da UEM: a Linha de Estabilidade Financeira Europeia e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. Esse cenário promoveu tanto a institucionalização desse novo conjunto de práticas assistenciais na zona do euro por meio do Tratado de Estabelecimento do Mecanismo de Estabilidade Europeu, que passou a englobar os dois programas já utilizados pela Troika, como também o surgimento de um novo conjunto de regras sobre o funcionamento da governança econômica, proposto pela Comissão Europeia e aprovado pelo Conselho e Parlamento Europeus⁴¹. Essas novas características institucionais europeias designavam formalmente o papel do Banco Central de avaliador das políticas fiscais adotadas pelos países que viessem a recorrer ao novo Mecanismo ou que dele já se aproveitassem (CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA, 2011, p. 2, medida n. 2).

Apesar de todo esse desdobramento, é preciso lembrar que desde o Tratado de Estabelecimento da União Europeia existe algum espaço legal para a atuação do BCE para a provisão de consultoria quando demandado

“por parte das autoridades nacionais sobre proposições (...) no domínio de suas atribuições, mas dentro das condições e limites impostos pelo Conselho, em conformidade com procedimento previsto no artigo 129(4).” (Tratado de Estabelecimento da União Europeia, Artigo 127(4))

Mostrando que, inicialmente, embora existente, o papel do Banco em termos de conselheiro econômico era bastante restrito e condicional. O surgimento do período extraordinário de instabilidade, a partir do fim de 2007, econômica indicou uma intensificação desse papel – mesmo que periféricamente, já que o BCE não tinha poderes de *enforcement* – ilustrado por Salines et al. (2012) por meio da análise da quantidade de documentos expressando a opinião do Banco acerca das legislações nacionais no que tange à estabilidade financeira publicados pelo BCE no período 2006-2010. A ver: apenas 17 em 2006, 37 em 2008 e 36 em 2010 (SALINES et al., 2010, p.669). Uma análise adicional mostra que esse caráter mais ativo de aconselhamento cada vez mais abrangente ganhou ainda mais fôlego após o início da crise de dívidas soberanas. Sob o critério da contagem acima – assuntos que influenciem a estabilidade

⁴¹ Popularmente conhecido como “*6 pack*”, era composto por uma diretiva e cinco regulações referentes à vigilância macroeconômica e fiscal.

financeira – houve a emissão de um total de 77 pareceres de opinião em 2011, e o recorde de 83 publicações do tipo em 2012⁴². Além disso, os assuntos se tornaram cada vez mais diversos e vão desde os tradicionais temas sobre instituições de crédito e supervisão prudencial⁴³ até recomendações sobre reformas nas pensões setor público irlandês⁴⁴ e a política salarial do Chipre⁴⁵.

A inegável e explícita expansão gradativa desse papel por parte do BCE mostra uma evolução institucional de redirecionamento, com a manutenção dos objetivos iniciais sendo complementadas por novas funções por ele exercidas em resposta de desafios que se materializaram após a fundação da entidade.

4.4. Do SMP ao OMT: o esgotamento gerador da última modificação relevante.

O Programa de Compra de Dívida, popularmente referido por sua sigla inglesa SMP, como já mencionado anteriormente, possibilitava a ação do BCE nos mercados secundários a fim de interferir nos juros acoplados aos títulos de dívidas nacionais que transformavam situações de endividamento já complicadas em insustentáveis.

Após 2 anos desde sua primeira ativação, uma conclusão do mercado⁴⁶, que veio a ser admitida pelo BCE, foi a de que ele foi incapaz de alcançar seus objetivos considerando que as pressões sobre os títulos de dívida pública de cada vez mais países da zona do euro permaneciam em níveis elevadíssimos, e acabou passando por longos períodos de inatividade.

⁴² “European Central Bank: Legal Framework – All ECB Opinions”. Disponível em: <<https://www.ecb.int/ecb/legal/opinions/html/index.en.html>>. Acesso em 10 de junho de 2013

⁴³ Por exemplo, “*Opinion on a proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*” (CON/2012/10). Disponível em: <https://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_09320120330en00020012>. Acesso em 25 de junho de 2013.

⁴⁴ “*Opinion on pension reforms in the public sector*” (CON/2012/6). Disponível em: <https://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2012_6_f_sign.pdf>. Acesso em 25 de junho de 2013.

⁴⁵ “*Opinion on the salaries of civil servants*” (CON/2012/1). Disponível em: <https://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2012_1_f.pdf>. Acesso em 25 de junho de 2013

⁴⁶ *Financial Times*: “*OMT Adds to ECB's Arsenal of Crisis-Fighting Acronyms*” de 6 de set. De 2012. Disponível em <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443589304577635772421590172.html> . Acesso em 18 de junho de 2013.

A comunicação, em setembro de 2012, da decisão de desenhar um novo instrumento, cujos pilares operacionais eram essencialmente distintos, mas que perseguiram o mesmo objetivo final do SMP significou, mais uma vez, um movimento de expansão do espectro de elementos disponíveis para atuação na economia da eurozona.

Mais detalhadamente, o novo programa, de *Outright Monetary Transactions* foi desenhado para assumir o papel outrora exercido pelo SMP com importantes novidades. Para intervir no mercado de dívida nacional, o BCE passava a instituir condicionalidades que deveriam ser assumidas rigorosamente, como forma de expor que a razão primordial pela qual um país se encontraria em tal situação de equilíbrio ruim seria resultante de suas próprias políticas em períodos anteriores⁴⁷. As operações seriam realizadas sob uma configuração de maior transparência, ao ser previsto, a publicação mensal dos ativos acumulados adquiridos pelo programa com abertura detalhada por país envolvido – característica inexistente no programa anterior. Finalmente, uma outra mudança importante, os limites quantitativos, presentes nas operações do SMP, sumiriam e significavam que *de facto* não havia restrições para a escolha do BCE do tamanho da transação a ser efetivada e, significando o alargamento dos possíveis efeitos na redução dos *yields* e atribuindo mais confiança no programa

A decisão do BCE por desenhar um programa com tamanhas diferenças em relação ao *framework* o SMP para atuar com o absoluto mesmo objetivo indica como este programa sofreu um processo de erosão e esgotamento latente, permitindo a continuidade dos *yields* insustentáveis e promovendo uma modificação do próprio Banco – já que seu novo programa de operação de mercado aberto o atribuía um potencial maior e mais profundo alcance dentro das complicações enfrentadas na crise das dívidas soberanas.

⁴⁷ Dessa forma a intervenção deveria estar associada à adequação da nação em necessidade ao Mecanismo Europeu de Estabilidade.

5. Conclusão

O que parece evidente, após as considerações feitas neste estudo é que não há uma tendência única no tipo de evolução institucional vivida pelo Banco, quando consideramos todo o horizonte de sua existência. Esse fenômeno impede que seja possível, ou mesmo, fácil prever qual será o caminho seguido pelo BCE no contexto que se segue, em que ainda enfrenta dificuldades de estabilidade financeira e insustentabilidade fiscal de alguns de seus membros.

O que fica claro, no entanto, é que todas as transformações institucionais relevantes ocorridas nesse organismo ocorreram apenas como reflexo às transformações e choques no cenário econômico, seja na ausência de credibilidade – no início do governo Trichet – ou por choques agudos que demandam medidas emergenciais – como a iminência do default grego.

Adicionalmente, o que este estudo tenta mostrar é que a evolução do BCE ocorreu de forma não disruptiva, tendo em vista que seu objetivo central de estabilização de preços permanece intocada, mas de forma gradual e de forma a expandir tanto a capacidade de atuação do Banco - que pode agora legalmente prover suporte às tentativas de resolução de problemas fora da área monetária, a exemplo de seu papel de consultor e monitorador dentro da Troika.

Bibliografia

Artigos

BCE. “History, role and functions”. *ECB Publications*. 2006

BCE (*Task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks*). “Corporate Finance in the Euro Area”. Occasional Paper Series. n. 63. 2007

BEBER, M. “*The European Central Bank in 2002: Waiting for Recovery*”. *Journal of Common Market Studies*. n. 41, p. 75-78. 2003

BLACKSTONE, B. “*OMT Adds to ECB's Arsenal of Crisis-Fighting Acronyms*”. *The Wall Street Journal*, Nova Iorque. 6 de set. de 2012. Disponível em: <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443589304577635772421590172.html>>. Acesso em 5 de junho de 2013.

BROOME, A. “The politics of IMF–EU co-operation: institutional change from the Maastricht Treaty to the launch of the euro”, *Journal of European Public Policy*, v. 20, n. 4, p. 589-605. 2013

COMISSÃO EUROPEIA. “*The Economic Adjustment Programme for Greece*”. Occasional Paper Series. 2010.

COUR-THIMANN, P. e WINKLER, B. (2012). “*The ECB'S non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure*”. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 28, p. 765-803.

DAVID, P.A. “*Path dependence, its critics and the quest for 'historical economics'*”. In: GARROUSTE, P. e STAVROS, I. (Org.) *Evolution and path dependence in economic ideas: Past and present*. Edward Elgar Publishing. 2001, p. 15-40.

DRAGHI, M. Discurso na Global Conference in London. 26 de jun. de 2012. Disponível em <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> Acesso em 2 de junho de 2013.

FITOUSSI, J-P. e CREEL, J. “*How to reform the European Central Bank*”. *Center for European Reform*. Londres. 2002.

FMI. “*The European Economic and Monetary Union and the International Monetary Fund – main legal issues relating to rights and obligations of EMU members in the Fund*” Washington, DC. 1998.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. Discurso do membro do Conselho Executivo do BCE no Workshop “*The Macroeconomic Impacto of Non-standard Monetary Policy Measures*” do BCE. Frankfurt am Main. Março de 2011.

HELPER, L. R. “*Understading changes in international organizations: globalization and innovation in the ILO*”. *Vanderbilt Law Review*. Volume 59. Número 3. Abr./2006

ISSING, O. “*The ECB and the euro—the first 6 years: A view from the ECB*”. *Journal of Policy Modeling*. v. 27. p. 405-420. 2005.

LASTRA, R. M. “*The evolution of the European Central Bank*”. Londres. Edição especial do *Fordham International Law Journal*, primavera de 201

LOPREITE, M. “The Portugal situation during the Financial Crisis”. *Advances in Management & Applied Economics*, v. 1, n. 1, p. 111-124. 2011.

NORTH, Douglass C. “*Institutions, Institutional Change and Economic Performance*”. *Cambridge University Press*. 1990.

NORTH, Douglass C. “*Economic performance through time*”, *Nobel Lectures, Economics 1991-1995*. Cingapura: Editora Torsten Persson, World Scientific Publishing Co., 1997. 265 p.

PAPASPYROU, T. “*EMU strategies: Lessons from Greece in view of EU enlargement*”. Londres: Artigo apresentado no *Hellenic Observatory* no *European Institute da London School of Economics*. jan./ 2004.

PIERSON, P. e SKOCPOL, T., “*Historical Institutionalism in Contemporary Political Science*”, Nova Iorque: na obra de KATZNELSON, I. e MILNER, H.V. “*Political Science: State of the Discipline*”. 2002.

SALINES, M. et al. “*Beyond the economics of the euro. Analysing the institutional evolution of EMU 1999-2010*”. *Occasional Paper Series of the ECB* n. 127, set. de 2011

SAPIR, A. “*The SMP is dead. Long live the OMT*”. Artigo publicado em nome do Global Economic Laboratory (BRUEGEL). 6 de set. de 2012. Disponível em: <<http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/882-the-smp-is-dead-long-live-the-omt/>> . Acesso em 15 de junho de 2013.

STREECK, W., e THELEN, K., “*Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies*”. Oxford University Press. 2005.

SINN, H-W. “*The ECB’s stealth bailout*”. 2011. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>> Acesso em 20 de junho de 2013.

THYGESEN, N. (1997) “Relations Among the IMF, the ECB, and the IMF’s EMU members”, in P.R. Masson, T.H. Krueger and B.G. Turtelboom (eds), *EMU and the International Monetary System*, Washington, DC. IMF, p. 512–29.

THYEGESEN, N. “The Delors Report and European Economic and Monetary Union”. *International Affairs (Royal Institute of International Affairs 1944-)*. V. 65. n. 4. p. 637-652. 1989

VERDUN, A. “The role of the Delors Committee in the creation of the EMU: an

epistemic community?. Apresentado na 5th Biennial International Conference of the European Community Studies. Seattle, Washington, EUA. Junho 1997.

Teses

BROWN, M.E. “*Determinants of Economic Institutions*”. 2010. 169 f. Tese (doutorado em Filosofia) – Departamento de Economia, *Florida State University*, Flórida. 2010.

Websites

“*Decision-making*”. Disponível em:

<http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html>. Acesso em: 10 set. 2012

European Commission, “*Legal aspects – chronology of the decisions*”.

http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/legalaspects/part_c_1_b.htm. Acesso em 30 de maio de 2013.

“*International and European Cooperation*”. Disponível em:

<http://www.ecb.int/press/pr/activities/intco/html/index.en.html>. Acesso em: 20 abr. 2013

“*The first ten years – History of the ECB*”. Disponível em:

<http://www.ecb.int/ecb/10ann/history/html/index.en.html>. Acesso em: 10 set. 2012