

Será a União Bancária uma solução para a crise do Euro?

Miguel Rocha de Sousa

Professor Auxiliar; Universidade de Évora - Departamento de Economia

Membro Integrado do NICPRI-UE, Centro FCT

E-mail: mrsousa@uevora.pt

José Manuel Caetano

Professor Associado com Agregação

Universidade de Évora - Departamento de Economia

Membro Associado do CEFAGE-UE, Centro FCT

E-mail: jcaetano@uevora.pt

Resumo

A crise das dívidas soberanas na zona Euro colocou em causa o modelo de integração monetária e a sua arquitetura. As manifestações de fragilidade de alguns países periféricos, devido ao endividamento público e privado e à perda de competitividade, estiveram na base de planos de resgate financeiro daqueles países. Criou-se uma espiral de contágio em que o risco bancário fez aumentar o risco da dívida pública e, sucessivamente, a subida deste afetou a capacidade dos bancos proverem crédito à economia real. Diversas iniciativas comunitárias tentaram debelar este círculo vicioso, sendo a mais promissora a criação da união bancária com tarefas de supervisão, resolução e garantia dos sistemas. Este artigo indaga sobre a génese deste processo e discute as condições para que a união bancária ajude a resolver esta crise e mantenha a integridade do Euro.

Palavras chave: Crise das dívidas soberanas; Futuro do Euro; União Bancária; União Económica e Monetária (UEM).

Abstract:

The Eurozone sovereign debt crisis has challenged the monetary integration model and its architecture. Signs of weakness on some peripheral countries, due to public and private debt and loss of competitiveness, were on the basis of financial rescue plans on those countries. This created a spiral of contagion where banking risk influenced the increase on public debt risk and, successively, affected the ability of banks to provide credit to the real economy. Several European initiatives tried to eradicate this vicious cycle, the most promising being the creation of a banking union in charge of the systems' supervision, resolution and warranty. This article inquires about the genesis of this process and discusses the conditions for the banking union to help solve this crisis and maintain the Euro integrity.

Key-words: Banking Union; Euro's Future; European and Monetary Union (EMU); Sovereign debt crisis.

Introdução

Desde 2007 que a União Europeia tem estado envolvida numa crise financeira profunda e que, apesar de algumas medidas tomadas pelas instituições comunitárias, não parece dar sinais robustos de estar em vias de terminar. Tem sido um período longo e turbulento, correspondendo a cerca de 1/3 do tempo de existência do Euro, contrastando estes dececionantes resultados com a alegada estabilidade financeira e os consequentes benefícios económicos imputados à moeda única durante a primeira década da sua existência.

Conforme tem sido amplamente documentado por reputados autores, a permanência dos sintomas de crise e o seu progressivo alastramento à economia real e a outros países é reveladora da incapacidade de responder de forma convergente e com posições comuns às situações de debilidade que foram emergindo. Recordam-se, cada vez com maior frequência, as advertências lançadas desde a década de 70 do passado século, e profusamente reiteradas antes da criação da moeda única, de que dificilmente se conseguiria construir uma união monetária sólida e credível sem que, entre outros aspetos, se avançasse para uma superior integração no domínio fiscal e orçamental.

Na realidade, o aparecimento do Euro colocou um desafio novo aos países que decidiram pela sua adoção e que teve a ver com o facto de os respetivos governos

passarem a emitir dívida soberana numa moeda sobre a qual não tinham capacidade de controlo. Desta situação nova em termos de funcionamento dos mecanismos da política económica, decorre um facto evidente, como nos recorda De Grauwe (2012), é que estes países não dispõem de condições de garantir aos seus credores que no prazo de maturidade dos empréstimos têm condições para os liquidar.

Perante uma situação desta natureza, e na ausência de qualquer mecanismo comum de coordenação orçamental e de mutualização das dívidas, tornaram-se inevitáveis os movimentos de desconfiança que periodicamente abalam a estabilidade dos mercados financeiros e que geram subidas dos prémios de risco e dos juros respetivos, afetando os níveis de liquidez nos sistemas bancários. Este processo tende a autoalimentar-se, pois a interdependência entre os governos e o setor financeiro permanece elevada, sendo que aqueles são responsáveis pelo eventual resgate destes e estes, como possuem nas suas carteiras bastante dívida pública nacional, acabam por ser afetados negativamente sempre que há uma deterioração da confiança na dívida nacional.

Neste contexto, a crise das dívidas soberanas na zona Euro veio por em causa o modelo de integração monetária e a arquitetura que suporta a moeda única, forçando os decisores políticos a considerar novos caminhos. As debilidades com que se têm debatido alguns países periféricos, após a escalada dos níveis de endividamento e a deterioração da sua competitividade, levaram à necessidade de acordar planos de resgate financeiro e têm estado a suportar as inerentes políticas de austeridade.

Várias têm sido as iniciativas comunitárias tentaram quebrar a espiral de contágio que estas situações têm criado, assumindo-se o projeto de criação da união bancária europeia com tarefas de supervisão, resolução e garantia dos sistemas, como aquele que mais consenso reúne no sentido de ajudar a resolver a atual crise e salvaguardar a integridade da zona Euro. Neste artigo abordamos os fundamentos que estão na origem da crise e discutimos o conjunto de condições que deverão estar reunidas para que a união bancária atinja os objetivos pretendidos, mormente a necessidade de avanços mais expressivos no processo de integração em outros domínios.

O artigo está organizado em quatro seções: na primeira, revisitamos alguns argumentos apontados sobre as falhas na conceção da união monetária europeia e expomos os desenvolvimentos que estiveram na origem da crise; na segunda, abordamos o processo de criação da união bancária europeia e as dificuldades inerentes

à sua implementação; prosseguimos, na terceira, com a discussão sobre as respostas institucionais em curso para completar o quadro da União Económica e Monetária na Europa; concluímos com uma reflexão geral sobre os principais ensinamentos que podem ser retirados desta crise e as prioridades mais imediatas da zona Euro para preservar a sua integridade.

1. Das falhas da arquitetura do Euro à crise das dívidas soberanas

As eventuais imperfeições do processo de integração monetária na Europa no pós-guerra estiveram quase sempre presentes na construção europeia. De facto, desde os projetos pioneiros dos anos 70, através do relatório Werner para a construção de uma União Económica e Monetária, prosseguindo com os mecanismos de resposta à crise económica mundial e à forte instabilidade cambial com as várias versões da Serpente Monetária e depois nos anos 80 e 90 com o mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, houve sempre acesa discussão em torno da racionalidade e da funcionalidade dos formatos que foram sendo definidos.

Os momentos de maior polémica e mesmo de contestação ocorreram em torno do figurino escolhido pelo Tratado de Maastricht em 1992 para ancorar a criação da atual união monetária. De facto, as sérias advertências e críticas lançadas sobre a incompletude do modelo no que respeita à criação de uma moeda única apontavam para a insuficiência do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) poder funcionar como um mecanismo capaz de coordenar as políticas orçamentais dos Estados que iriam usar a moeda única, a fim de garantir a estabilidade e impedir comportamentos do tipo “free-rider”.

Na realidade este enquadramento minimalista baseava-se na convicção de que a gradual integração monetária promoveria de forma espontânea a sincronização dos ciclos económicos dos membros da zona e que os mecanismos nacionais seriam suficientes para lidar com as particularidades e as reações próprias que poderiam acontecer em cada país. Deste modo, as restantes políticas económicas permaneceram sob a responsabilidade nacional, mormente os dispositivos de supervisão dos sistemas financeiros.

De entre os vários quadros teóricos na altura usados para argumentar contra as soluções propostas para a criação da moeda única na União Europeia, a teoria das Zonas Monetárias Ótimas (ZMO) de Robert Mundell (1961) adquiriu grande notoriedade nos

meios académicos e, também, político-institucionais. Aquela teoria discutia o conjunto de condições necessárias para que uma região pudesse alcançar o equilíbrio económico interno e externo. Em consequência, colocava a questão de saber se no processo de unificação de mercados separados seria preferível que as moedas nacionais flutuassem ou, em alternativa, que as paridades fossem fixas e existisse uma moeda comum.

No desenvolvimento do racional do modelo, o autor conclui que uma área monetária pode ser considerada ótima e dispor de condições para retirar benefícios do uso de uma moeda comum, quando as políticas fiscal e monetária forem usadas de forma eficiente permitindo, no fundamental, prosseguir o pleno emprego, o equilíbrio nas contas externas e a estabilização dos preços.

Ora, desde logo ficava patente que havia que dispor de um conjunto de condições no seio da zona monetária europeia que, à priori, não existiam, nem parecia haver vontade e condições políticas e económicas para o fazer em prazo curto. De entre estas condições sobressaía a necessidade de um razoável nível de integração fiscal, a existência de mobilidade de fatores (em especial do trabalho, para regular o mercado de emprego) e alguma sincronização dos ciclos económicos que permitisse respostas convergentes e concertadas dos países (ou regiões) integrados.

A presente crise das dívidas soberanas na zona Euro e os desenvolvimentos que a envolveram têm mostrado de forma exuberante que tais condições estruturais não estavam de facto reunidas quando foi criada a moeda única e, também, não foram dados passos significativos desde a sua criação para que tais condições pudessem existir. Vários foram os estudos que, desde logo, alertaram para o facto de o projeto da UEM europeia estar construído em bases pouco sólidas (ver, por exemplo, Bayoumi e Eichengreen, 1997), pois estava longe de cumprir as condições de Mundell.

A coordenação das políticas económicas nos domínios monetário e orçamental no contexto de uma UEM revelou, pois, bastante interesse no plano da teoria económica, mas as soluções encontradas no plano político nem sempre reconheceram a devida importância ao assunto. De facto, o aparecimento do Euro alterou o contexto em que as políticas económicas nacionais passaram a ser exercidas devido à perda dos instrumentos monetário e cambial, sem que tivessem sido equacionados meios alternativos que pudessem suprir aquela perda.

Com efeito, o já referido Tratado de Maastricht manteve uma significativa autonomia das políticas fiscais nacionais, apesar do reconhecimento de que algum grau de coordenação deveria existir, não se constituindo por isso como o quadro institucional

necessário para implementar de forma ativa a sua harmonização. Também o PEC, posteriormente aprovado, nas suas várias versões não provou ser o mecanismo capaz de fundamentar tal coordenação, mormente pela forma pouco credível como foram avaliadas as situações de incumprimentos expressas pelo conjunto de regras compulsórias que definia (Caetano e Rocha de Sousa, 2012).

A própria Comissão Europeia (2008), com o apoio do BCE, no relatório EMU@10 em que revisitavam a primeira década de vida o Euro admitiam que o projeto tinha sido visionário e pragmático e tinha contribuído ativamente para a estabilidade económica dos seus membros, para consolidar estruturas de finanças públicas sólidas e tinha gerado comércio e crescimento. Porém, não deixava de lançar alertas sobre os desafios com que o Euro se confrontava no futuro e que poderiam por em causa os progressos já conseguidos.

Nestes termos, foi enfatizada a necessidade de prosseguir com o desenvolvimento de estruturas mais sólidas para a coordenação das suas políticas. Perante os movimentos de reconfiguração da ordem económica e financeira internacional, o relatório alertava, ainda, para a necessidade da zona Euro ter a capacidade falar a uma só voz e de agir com firmeza no plano externo em representação dos interesses comuns. Os acontecimentos que posteriormente ocorreram mostram que esta convergência de interesses jamais aconteceu com a tomada de medidas pró-ativas com a firmeza e a amplitude que as circunstâncias exigiam.

Os argumentos pró e contra este modelo de integração monetária que ao longo dos anos se foram desenvolvendo, têm permitido equacionar algumas soluções técnicas para garantir a viabilidade do Euro, embora raramente tenham existido condições políticas para a implementar algumas soluções propostas. Porém, os desenvolvimentos ocorridos em torno da atual crise financeira vieram colocar na agenda das prioridades das instituições comunitárias a procura de soluções que garantam a continuidade da integração monetária, enquanto outras vozes se erguem também a considerar que a união monetária é inviável.

No sentido de entender as causas da atual crise financeira na Europa, cremos ser de interesse analisar os seus aspetos mais relevantes. Como refere Coeuré (2013) desde a falência do *Lehman Brothers*, a crise financeira mundial propagou-se à zona Euro por várias razões, salientando a existência de uma situação de recessão mundial e também aspetos internos à própria zona. Assim, o autor refere-se explicitamente a alguns elementos da crise europeia, nomeadamente a sua magnitude e as razões dos

desequilíbrios estruturais que emergiram e, por outro identifica os motivos pelos quais o ajustamento nos países afetados tem sido mais doloroso e demorado.

Centremo-nos então nas razões apontadas para a existência dos desequilíbrios estruturais da zona Euro. Logo após a criação da moeda única registou-se uma forte dinâmica no consumo privado e nos gastos públicos, beneficiando da maior facilidade de acesso ao crédito e que, em alguns países, gerou uma espiral de endividamento que se viria a tornar insustentável¹. Esta pressão levou a uma subida acentuada do índice de preços do consumidor acima da média da zona Euro em alguns países, coincidindo com o agravamento relativo dos custos unitários de trabalho respetivos. Daqui resultou um desajuste entre os níveis da oferta agregada que não conseguiu acompanhar a procura, já que grande parte do investimento foi canalizada para atividades que estavam pouco sujeitas à competição externa, mormente os designados bens não transacionáveis.

Deste modo, alguns Estados da periferia da UE ficaram reféns de bolhas setoriais e foram registando uma fraca competitividade internacional, com os inerentes impactos na deterioração dos saldos das suas contas com o exterior. Na realidade, aquela situação resulta da elevada rigidez manifestada nos seus mercados de trabalho, onde os custos laborais, nos setores privado e público, aumentavam a ritmo superior ao da produtividade e ao dos parceiros europeus com os quais competiam. Não obstante as situações terem sido diferenciadas ao nível dos vários países, já que uns registavam mais exposição à dívida pública e outros à dívida privada, a dívida global começou a exceder os denominados fundamentais da economia, ou seja os valores de sustentabilidade a curto (liquidez) e a médio/longo prazo (solvência) passaram a divergir tendencialmente.

Na sequência da crise de 2008 e dos seus efeitos sobre o alastramento da instabilidade aos mercados financeiros na Europa, ocorreu o rebentamento das bolhas nos setores bancários dos países que acumularam maiores desequilíbrios, sendo necessária a intervenção dos Estados que tiveram que aumentar a sua despesa, enquanto as respetivas receitas diminuía devido à quebra na atividade económica. Em consequência do avolumar destas situações o endividamento externo de países como Espanha, Portugal e Grécia subiu rapidamente para mais de 100% do PIB respetivo.

¹ O caso paradigmático da Espanha em que surgiu uma bolha no mercado imobiliário, cujos preços subiram a um ritmo não compatível com a dinâmica dos restantes setores. Coeuré (2013) ilustra esta situação referindo que entre 1998 e 2007 os valores das propriedades quase que triplicaram não só em Espanha mas também na Irlanda e na Grécia. Consequentemente, o crédito expandiu-se neste período 400% em Espanha, 500% na Irlanda e 800% na Grécia.

Deste modo, a partir de 2010 a situação tornou-se insustentável, pois os mercados reconheceram o risco associado a este excesso de dívida acumulada, pois não se vislumbravam nem mecanismos nem atitudes ao nível das instituições da união monetária para lidar com estas situações. Múltiplas agências de rating internacionais procederam sucessivamente a cortes nas notações de risco relativas a estes Estados e aos seus bancos, o que contribuiu para a subida vertiginosa das taxas de juros relativas à respetiva dívida soberana e que se repercutiu nos mercados secundários de dívida privada, levando à restrição da liquidez e, posteriormente, à necessidade de pedidos de resgate financeiro da Grécia, Irlanda e Portugal.

Cremos que só a partir desta altura foi tomada verdadeira consciência sobre os perigos sistémicos que a situação envolvia para toda a zona e começaram a ser tomadas posições e medidas mais firmes a nível europeu, designadamente pelo Banco Central Europeu. Temia-se efetivamente o alastramento destes efeitos a países com situações algo similares, como Espanha e Itália, mas com um grau de risco para a zona Euro muito maior devido à sua superior dimensão económica. As autoridades europeias começaram a intervir mais ativamente sobre os bancos nacionais, aplicando testes para averiguar da sua solvabilidade, os quais não terão sido suficientemente robustos e eficazes para acalmar os mercados e impedir a sua asfixia por falta de liquidez, deixando alguns bancos sob a mira dos mercados, o que levou a uma sucessão de falências.

Adicionalmente, verificou-se um efeito de retroação dos indicadores de dívida soberana mais vulneráveis sobre os respetivos sistemas bancários nacionais, tornando-os cada vez mais fragilizados, por via da propagação de sucessivas ondas de contágio (Angeloni et al. 2012). Estes autores calcularam as correlações² entre os *Certificate Default Swaps* (CDS) dos bancos privados e das dívidas públicas dos seus países, tendo os resultados confirmado a existência de uma interdependência elevada, sendo os valores respetivamente para Irlanda (67,5%), Itália (96, 8%), Portugal (80,6%) e Espanha (88%). Esta evidência ilustra bem o ciclo vicioso em que estas economias se encontravam e que propiciou condições favoráveis para a propagação sistemática, num contexto de mercados financeiros liberalizados e de união monetária.

De realçar que o canal de alimentação da crise passou pelas garantias implícitas que os governos nacionais têm de prestar aos bancos nacionais em situação de

² Na verdade trata-se de regressões entre CDS dos bancos privados versus os CDS dos Estados e o valor invocado é o R^2 (coeficiente de ajustamento das regressões lineares).

insolvência. Na realidade, os bancos emitem títulos de dívida que os Estados autorizam e garantem, pelo que perante situações de dificuldades daqueles perante os credores, os Estados acabam por ter que dar cobertura às garantias, o que agrava a situação do devedor e de quem concede a garantia. Este é o mecanismo de transmissão dos passivos dos bancos para a dívida soberana dos Estados (Angeloni et al. 2012).

Por outro lado, a literatura reconhece também o canal de transmissão inverso, isto é da dívida soberana para os ativos dos bancos, através de quatro vias: primeira, o valor dos ativos de dívida soberana detida pelos bancos decresce à medida que o grau de risco soberano aumenta e diminui o valor dos títulos soberanos; a segunda, os títulos de dívida pública são usados como garantia quer em mercados interbancários quer em mercado aberto, pelo que a redução do seu preço revela problemas de acesso ao crédito; a terceira, uma descida da notação de risco soberano, normalmente reflete-se num decréscimo de notação dos bancos nesse país; e, por fim, o aumento do risco soberano afeta negativamente o valor das garantias dos governos aos bancos, levando à maior perceção de risco nos mercados financeiros (Angeloni et al. 2012).

Face a estas fortes de interdependências entre Estados e setor bancário, os quais se condicionam mutuamente, a solução da crise deverá passar pela recuperação da competitividade e pela regularização do excesso de endividamento em alguns países e, em outro sentido, pela redefinição do enquadramento orçamental europeu, tornando as iniciativas mais credíveis e eficientes. A fraqueza das instituições europeias e a possibilidade de os Estados manterem a soberania na sua política orçamental sem uma coordenação efetiva, ao emitirem dívida numa moeda comum, mas que não controlam, motivou falhas sistémicas entre a política monetária única e as políticas orçamentais dos Estados da zona euro, traduzidas no aumento do risco. O Euro facilitou bastante a propagação destes efeitos, pelo para estancar tal círculo vicioso terão que ser assumidas a nível central mais funções e responsabilidades, como veremos na seção seguinte.

2. Da necessidade de uma União Bancária às dificuldades para a sua criação

As debilidades estruturais da união monetária europeia foram postas em evidência pelos acontecimentos relacionados com a delicada situação da dívida soberana em alguns países periféricos da UE e aos subseqüentes impactos que estes tiveram sobre a situação do setor bancário nesses países. Não surpreendeu pois que com alguma celeridade se vulgarizasse a ideia de que a criação de uma "união bancária" seria

inevitável, a fim de complementar um quadro de integração económica e monetária que pudesse sustentar a moeda única.

Deste modo, para garantir a estabilidade financeira na união teriam que ser definidos dispositivos a aplicar a todos os membros, os quais deveriam consolidar um quadro financeiro integrado, por via dos seguintes elementos: um mecanismo de supervisão bancária único, uma autoridade de resolução comum e, ainda, um sistema de apoio financeiro capaz de garantir os depósitos e a rápida e transparente aplicação das decisões em termos de resolução bancária. Foi sendo gerado algum consenso nas instituições comunitárias de que a união bancária, implicaria a necessidade de algum avanço em termos de coordenação orçamental, para que a zona Euro fosse sustentável.

Porém, o processo da sua criação foi sempre titubeante, pois a base dos compromissos nem sempre registou um amplo consenso. Vários aspetos contribuíram para a sua morosidade, sendo de realçar o facto de a zona Euro não integrar todos os países da UE, pelo que tal assimetria levava a que os países que estavam fora da zona se opusessem a iniciativas que afetassem a sua soberania em termos de supervisão bancária, já que mantinham moeda própria.

Todavia, à medida que a degradação das condições da dívida soberana de alguns países mais endividados provocava a crescente segmentação da oferta de crédito nos mercados da zona Euro, dificultando a capacidade de financiamento destes países, aumentavam as pressões destes sobre os seus bancos para adquirir dívida pública. Foi perante este cenário que se cimentou a convicção de que era inevitável a criação de uma união bancária (Angeloni et. al., 2012), sendo que esta carecia de um forte impulso político, pois poderia envolver transferências financeiras entre países.

Estes aspetos foram sendo discutidos numa base intergovernamental, mas não se revelou tarefa fácil dar passos concretos para um modelo consistente capaz de ancorar um projeto de união bancária. Com efeito, para avançar havia que obter acordos em alguns domínios prioritários. Por um lado, deveria ser consolidada a visão de que os bancos tinham que partilhar riscos, pois não era sustentável que os Estados tivessem que ressarcir os credores dos bancos falidos. Tal significava que uma credível abordagem política no plano comunitário deveria impedir que os contribuintes suportassem os custos inerentes à falência dos bancos.

Por outro lado, a UE teria que possuir capacidade para reestruturar os bancos sem depender das autoridades nacionais que fracassaram no domínio da supervisão, o que requeria uma intervenção centralizada para assegurar as tarefas de reestruturação e

de supervisão da gestão dos patrimónios bancários. Finalmente, as instituições comunitárias e nacionais deveriam envidar esforços para evitar a corrida aos bancos comerciais em situação mais periclitante, a fim de evitar o pânico e os efeitos nocivos que tal situação poderia provocar sobre a economia.

Destas evidências resultou a necessidade de criar uma entidade que avalizasse os sistemas de garantia de depósitos nacionais na zona Euro, a fim de ajudar a preservar a sua integridade e reforçar a confiança nos sistemas bancários. No limite, tal equivalia à implementação de estruturas de supervisão e de resolução a nível comunitário, mas com responsabilidades bem definidas para os Estados-membros, a fim de prevenir que estes criem situações de risco, evitando que em última instância os custos acabem por ser assumidos pelos demais parceiros na zona.

Face à rápida propagação dos impactos da crise entre o risco da dívida dos Estados e a sustentabilidade do sector bancário, foi sendo gerado algum acordo de que a criação de uma união bancária seria condição necessária para a resolução da crise financeira e para a própria sobrevivência da UEM³. Essa união deveria ter exercer a sua ação sobre as instituições mais relevantes para a estabilidade do sistema e deveriam consagrar também um conjunto de regras comuns para assegurar a supervisão prudencial.

De acordo com Xives (2012), havia questões cruciais que deveriam ser tidas em conta na criação da união bancária, dando-lhe legitimidade e eficácia para alcançar os objetivos. Em primeiro, a necessidade de existir algum nível de integração fiscal na zona, concedendo reais condições financeiras para a partilha de encargos entre os países que tivessem bancos em situações de insolvência. Ora, como a zona Euro não dispõe de um Tesouro único, o fundo de garantia de depósitos e a autoridade de resolução deveriam ser financiados através de comissões sobre os serviços financeiros, as quais seriam mobilizáveis quando ocorressem situações de crise. Porém, como a atual crise já está instalada os bancos solventes não vão pagar pelos insolventes, pelo que uma alternativa viável será a autoridade de resolução europeia poder funcionar com recursos do *Mecanismo Europeu de Estabilidade* (MEE) que entretanto foi criado.

³ De facto, como vimos na seção anterior, tinha-se generalizado a perceção de que a Europa precisava de romper o círculo vicioso que ligava os devedores soberanos em dificuldades aos bancos, os quais eram encorajados a adquirir as suas obrigações, que, por sua vez, forneciam capacidade de financiamento para os resgates bancários. Ver a propósito Wyplosz (2012).

A segunda questão a resolver prendia-se com a configuração do fundo de garantia de depósitos e da autoridade de supervisão e de resolução, colocando-se a hipótese de encaixar as duas funções na mesma entidade⁴. Esta deveria assegurar que os prémios de seguro fossem cotejados em função da perceção de risco sobre os bancos com base em indicadores do mercado e deveria promover uma rápida ação corretiva para limitar a exposição dos contribuintes, contrariando a tese de que os investidores bancários não podem assumir perdas, a qual implica um peso insustentável para o erário público.

O terceiro aspeto a acautelar tinha a ver com o âmbito territorial da união bancária, em virtude de na UE coexistirem países inseridos na Zona Euro e fora dela. Alguns defendiam que uma união bancária não seria essencial no plano estritamente técnico para assegurar um elevado nível de integração do mercado financeiro. Porém, se tal não acontecesse, isto colocaria os países não pertencentes à zona Euro, mas que pretendessem integrar a união bancária, perante um dilema politicamente custoso para alguns países, que era o de decidir se deveriam convergir para uma união orçamental, mesmo sem adotar o Euro.

Finalmente, há sólidos argumentos para admitir que uma união bancária, por si só, não parece constituir um mecanismo suficiente para garantir a subsistência e a estabilidade de uma união monetária (Pisani-Ferry e Wolff, 2012). Na verdade, não existem condições para criar um fundo comum de garantia de depósitos com dimensão suficiente para sustentar uma eventual corrida aos bancos em alguns países de maior dimensão dentro da UE (como por exemplo a Itália ou a Espanha), o que implica a necessidade de promover um nível superior de integração fiscal e política.

À medida que a crise foi alastrando, os temores dos políticos foram aumentando e tornou-se mais fácil gerar consensos para criar uma união bancária na UE, não obstante existir também a convicção firme de que tal não seria processo fácil nem isento de polémicas. Uma das dificuldades a superar tinha a ver com o quadro legal para ancorar a sua criação, pois o método alvitado pela Comissão Europeia não revelava suficiente solidez para acolher um projeto desta envergadura.

⁴ Tem havido alguma discordância sobre a possibilidade de o BCE poder vir a assumir, simultaneamente, funções de autoridade gestora da política monetária e de supervisão dos sistemas bancários. Porém, há evidências de que estas tarefas têm funcionado de forma adequada em casos concretos, onde bancos centrais asseguram as duas funções, embora tomando precauções adicionais para separar o seu exercício, a fim de não comprometer a credibilidade e a independência da instituição.

Tem acontecido com alguma frequência ao longo desta crise que as instituições comunitárias recorram a acordos intergovernamentais e a algumas disposições dos atuais Tratados, tentando corrigir falhas no funcionamento da UEM, mas sem propor um novo Tratado, temendo a sua eventual rejeição durante o processo de auscultação aos eleitores e/ou parlamentos nacionais.

No caso da união bancária, era considerada a possibilidade de usar o nº 6 do Artigo 127º do Tratado de Lisboa, que permite ao Conselho Europeu conceder autoridade ao BCE para exercer tarefas específicas em políticas relativas à supervisão prudencial de instituições financeiras na UE (Davies, 2012). Porém, esta via parece constituir uma base legal pouco robusta para estabelecer um supervisor comunitário com responsabilidade direta sobre instituições individuais, já que aquele articulado não foi criado para esse propósito, o que pode ter efeitos nocivos no futuro.

O recurso ao articulado antes referido pode parecer uma via célere e oportuna para a supervisão comum, mas há uma série de razões que devem ser ponderadas para perseverar as fases seguintes do processo. Com efeito, o atual Tratado não contempla a criação de uma autoridade europeia com capacidade de resolução de crises e parece ser escasso fundamento para suportar um sistema europeu de proteção de depósitos, que será o requisito principal para travar a fuga de depósitos bancários.

Comungamos a opinião manifestada por Speyer (2012) quando este concede que a criação da união bancária está indelevelmente associada a uma partilha da soberania dos países ao nível da UE, a qual poderá envolver a transferência de fluxos financeiros entre os Estados-membros. Como tal, a consolidação da união bancária pressupõe que desde o início do processo exista já um razoável consenso sobre elementos de natureza política, razão pela qual o autor entende ser necessário proceder a algumas mudanças nos Tratados.

Naturalmente que esta discussão em torno do modelo que vai escorar os pilares da união bancária europeia reflete de forma impressiva as limitações e contradições em alguns aspetos que o processo de construção europeia tem patenteado ao longo do tempo. Os decisores políticos têm tentado progredir para um modelo de cariz federal mais vincado que responda às debilidades reveladas pela crise da zona Euro. Todavia, para que tal seja partilhado e genuíno as instituições comunitárias e nacionais precisam acautelar a participação dos cidadãos, pois não se trata apenas de escolher um mero figurino técnico, mas de validar previamente opções políticas.

Ora, uma iniciativa construída sobre um débil quadro legal, e sem uma forte legitimidade democrática, corre o risco de não passar de uma boa ideia, embora reconheçamos alguma validade nos argumentos da Comissão que sustenta que o aprofundamento da UEM se deve basear no quadro subjacente aos Tratados, pois são estes que concedem legitimidade e garantem a equidade entre Estados-membros.

3. As respostas institucionais para completar a União Económica e Monetária

O Conselho Europeu de junho de 2012 constituiu um marco importante no processo de criação da união bancária europeia, já que foi aqui tomada a decisão de avançar para o estabelecimento de um supervisor único para os bancos da zona Euro. Admitiu-se que o papel deste seria crucial para a estabilidade financeira e para as finanças públicas dos países do Euro, tornando a fiscalização mais credível e imparcial e promovendo um gradual regresso dos sistemas bancários à normalidade. Houve, ainda, uma solicitação ao Presidente do órgão para, em colaboração com outras instituições, preparar um roteiro específico e faseado para criar uma efetiva União Económica e Monetária na UE, admitindo de forma explícita a necessidade de tomar iniciativas complementares a vários níveis.

Foi nesta sequência que os presidentes das quatro instituições comunitárias⁵ apresentaram em início de dezembro de 2012 o relatório “*Rumo a uma verdadeira União Económica e Monetária*”⁶ e que teve o mérito de estipular um conjunto de iniciativas tendentes a assegurar a estabilidade e a integridade da UEM, apelando a um vigoroso impulso político e a um laborioso trabalho legislativo para o implementar. Naturalmente aquele documento foi revelador de algum sentimento de autocritica em relação às falhas registadas na arquitetura da UEM, as quais não permitiram que esta ficasse dotada de mecanismos capazes de assegurar o seu bom desempenho e a estabilidade económica e financeira na zona Euro. Esta situação tornou-se notória quando aquela zona ficou exposta a situações de risco decorrentes do endividamento considerado não sustentável de alguns dos seus membros. O avolumar dos efeitos da

⁵ Conselho Europeu, Comissão Europeia, Eurogrupo e BCE apresentaram em início de dezembro de 2012 o relatório “Rumo a uma verdadeira União Económica e Monetária”. Ver, a propósito, Van Rompuy (2012).

⁶ Parte significativa das propostas surge na sequência do “Plano pormenorizado para uma UEM efetiva e aprofundada – Lançamento de um debate a nível europeu” apresentado anteriormente pela Comissão Europeia. Ver, documento COM (2012) 777 final de 28.11.2012.

crise que se prolongou e alastrou, acabou por questionar a viabilidade de uma moeda única, alertando para que outras vertentes complementares fossem equacionadas.

Neste sentido, o referido roteiro aponta claramente para a necessidade de estabelecer um percurso faseado em que, num primeiro momento, a prioridade seria quebrar a ligação entre os sistemas bancários e os Estados e assegurar a sustentabilidade orçamental dos países membros. Seguir-se-ia um conjunto de iniciativas tendentes a criar um quadro financeiro integrado e a promover políticas estruturais sólidas nos Estados-membros, equacionando mesmo a existência de apoio financeiro da UE a alguns países com carácter temporário. Finalmente, num horizonte que se alargará para além de 2014, foi proposto desenvolver um mecanismo central para absorver os efeitos de choques económicos específicos em alguns países, a fim de melhorar a resiliência da UEM no seu todo.

O acordo para uma gradual consolidação desta nova arquitetura institucional constitui um reconhecimento tácito de que para o bom funcionamento da união monetária deverão ser estabelecidas bases mais sólidas, no sentido de reforçar as vertentes da união bancária, da união orçamental e da união económica, ao mesmo tempo que deverão ser introduzidos mecanismos credíveis para assegurar o reforço da legitimidade e da responsabilização democrática no processo de tomada de decisão comunitária.

Foi sobre este projeto concreto que o referido Conselho Europeu assumiu alguns compromissos e tomou decisões relevantes que poderão criar condições para uma resolução mais rápida da situação de crise económica e financeira e relançar o projeto de construção europeia em bases mais sólidas. Notamos com particular relevo as referências expressas para que os próximos passos promovam uma solidariedade reforçada entre os membros integrantes da zona Euro, sem a qual dificilmente haverá coesão política que permita avançar no processo de integração.

Provavelmente a criação do designado Mecanismo Único de Supervisão (MUS) aplicando a sua ação à maioria das instituições bancárias da UE⁷ constituiu a decisão mais relevante e, quiçá, a mais promissora tomada naquela Cimeira. De facto, caso se concretize em 2013 o acordo previsto sobre o quadro funcional, incluindo a definição de

⁷ O MUS incidirá sobre os grandes bancos, cujos ativos ascendem acerca de 75 e 85 % de total do sistema. A exclusão de bancos de menor dimensão deveu-se à pressão da Alemanha no sentido de manter o controlo sobre os seus bancos de poupança regionais.

ativos históricos dos bancos, ficará definido o quadro legal e a base operacional que possibilitarão a sua recapitalização do sistema bancária através do MEE (Goyal, 2013). O passo seguinte deverá envolver a criação de um mecanismo comum de resolução com poderes para atuar sobre a situação de qualquer banco de um membro pertencente à zona, concedendo celeridade ao processo e proteção dos contribuintes perante eventuais situações de insolvência bancária (Veron, 2012). Este mecanismo de apoio deverá ancorar-se em transferências do próprio setor financeiro, pagas pelos seus clientes, pelo que a médio prazo a sua neutralidade em termos orçamentais deverá estar assegurada.

Na referida Cimeira foi então dado um passo marcante no sentido de criar uma união bancária na UE, assumindo-se que o seu pleno funcionamento possa impedir futuras crises bancárias e evitar interações nocivas com a sustentabilidade das dívidas soberanas, contribuindo para restabelecer os canais do crédito ao setor privado. Todavia, cremos que continua por resolver a questão central da estabilização do financiamento público, pelo que consideramos crucial que se equacione a viabilidade técnica e política dos diferentes cenários que se colocam.

Uma primeira alternativa referida de forma recorrente envolveria a criação de um orçamento de natureza federal e com uma dimensão e capacidade de intervenção claramente superior àquela que o Orçamento comunitário tem assumido. Desta forma, este poderia desempenhar uma função estabilizadora, em virtude de os fluxos de despesa e de receita serem bastante sensíveis à conjuntura económica. Vários autores têm sustentado de forma profusa esta solução (Marzinotto, 2012), no entanto não se perspetiva que estejam criadas condições políticas que promovam soluções de solidariedade no seio da UE e que em prazo curto viabilizem tentativas neste sentido⁸.

Uma outra via poderia passar pela criação de um mecanismo de estabilização capaz de ter efeitos macroeconómicos similares aos de um orçamento comum. Assim, consoante a posição registada por cada país no ciclo económico, seriam geradas transferências compensatórias entre Estados, sujeitas a uma coordenação central. Na parametrização de um mecanismo desta natureza teria que ser acautelada a possibilidade de evitar uma polarização dos efeitos que remetesse alguns países para situações permanentes de contribuintes ou de beneficiários do fundo. O obstáculo maior a uma solução deste tipo é que o funcionamento do mecanismo deveria ter por base projeções

⁸ Atente-se, por exemplo, na extrema dificuldade em conseguir um acordo sobre o próximo quadro financeiro plurianual (2014-20), que reduziu o peso das receitas no PIB comunitário.

sobre o potencial produtivo de cada país, o que não se resume a uma questão meramente técnica, pois desta análise podem decorrer transferências financeiras avultadas.

Uma terceira alternativa passaria pela restituição da capacidade de endividamento aos países menos solventes, mormente por via da mutualização da dívida, vulgarmente referido como a emissão de *Eurobonds*. Teriam que ser definidas regras que garantissem que a cada Estado era atribuída uma quota nos empréstimos em função de variáveis ligadas a agregados macroeconómicos. A vantagem deste mecanismo é que os países que se confrontam com maiores dificuldades de financiamento disporiam de juros mais baixos e de mais tempo para promover reformas estruturais e resolver os seus problemas de competitividade, sem sujeitar a sua economia a efeitos recessivos das políticas de austeridade. Naturalmente que o eventual efeito negativo seria o aumento dos custos de financiamento dos países mais solventes, que têm recusado uma solução desta natureza, em especial a Alemanha que se tem oposto.

4. Reflexão final sobre os ensinamentos da crise e as prioridades zona Euro

A experiência dos últimos anos sobre a dinâmica da crise das dívidas soberanas na UEM europeia demonstrou de forma cabal que o encadeamento de efeitos decorreu de uma assimetria entre a aceleração do processo de integração financeira dos mercados e os avanços algo descoordenados e relativamente ténues para a unificação do quadro regulamentar e de supervisão. Naturalmente que a divergência significativa entre as principais variáveis económicas dos países da zona Euro a que temos assistido desde a criação da moeda única, resulta em parte da inexistência daquele quadro e de dispositivos de coordenação mais efetivos.

De forma notória tem sido sentida a ausência de liderança e de um aparelho institucional forte no plano comunitário que concedesse a necessária credibilidade a alguns mecanismos que foram desenvolvidos, em especial ao nível da coordenação das políticas orçamentais e da proteção dos contribuintes⁹. Daqui resultou um alastramento dos impactos, o que concorreu para que esta crise adquirisse posteriormente facetas não

⁹ De facto, num mercado globalizado como é o financeiro não se afigura possível conciliar os seguintes três aspetos: ausência de coresponsabilidade da zona Euro sobre a dívida pública dos Estados-membros, manutenção da regra estrita do financiamento não-monetário dos défices públicos e sistemas bancários nacionais sem supervisão central. Ver, a propósito, (Pisani-Ferry, 2012).

expetáveis, como a forte quebra dos índices de confiança dos agentes que ameaçou a própria integridade da zona Euro¹⁰.

Como quase sempre tem acontecido no processo de construção europeia, as crises têm contribuído para abalar a confiança nas instituições e por em causa alguns figurinos adotados, mas têm também a virtude de permitir gerar novos compromissos e delinear soluções para os problemas concretos. cremos que também desta vez os indícios vão nesse sentido, pois à medida que se generalizou a percepção de que a interdependência entre as economias era muito maior no quadro da união monetária e que realizações importantes como o mercado único podiam estar em causa, tomaram-se medidas jamais concebidas até ao momento.

Nesta linha, o conjunto de iniciativas tomadas pelo Banco Central Europeu¹¹ sobre a gestão ativa das taxas orientadoras, a flexibilização das regras sobre garantias e prazos de refinanciamento e, mais recentemente, a criação das designadas “transações monetárias definitivas” nos mercados secundários da dívida soberana para evitar a especulação sobre o eventual colapso do Euro, acabaram por ter efeitos positivos sobre a estabilidade dos mercados financeiros, propiciando a redução das taxas de juro nos países mais afetados pela crise. Também as demais instituições comunitárias agiram com alguma celeridade e profundidade no sentido de reformular os mecanismos de governação económica, o que permitiu que tais respostas contribuíssem para termos hoje uma UEM mais sólida e mais apetrechada na sua capacidade operacional do que no início da crise.

Como vimos, foram tomadas medidas reativas para travar a grave ameaça do alastramento da desconfiança dos agentes, existindo também o referido roteiro para as iniciativas a desenvolver no futuro, delineado num quadro interinstitucional de consenso e que traça metas exigentes para os próximos tempos. Porém, para que a implementação deste roteiro tenha sucesso e possa inverter em definitivo a onda de descrédito e levar os cidadãos a retomar a confiança no projeto europeu será necessário encontrar soluções coerentes para o problema persistente da fraca representação do interesse comum.

¹⁰ Os sinais de inquietude e de perda de confiança dos agentes expressaram-se na subida do chamado “risco de denominação”, o qual traduziu a percepção do risco de que no futuro a sobrevivência da zona Euro pudesse estar em causa.

¹¹ De que realçamos a gestão ativa das taxas orientadoras e da flexibilização das regras em termos de garantias e dos prazos de refinanciamento e, mais recentemente, a criação das “transações monetárias definitivas” nos mercados secundários da dívida soberana, as quais acabaram por ter efeitos positivos sobre a estabilidade dos mercados financeiros e sobre a redução das taxas de juro.

A resposta para esta situação terá que passar por uma transferência de meios e de competências para entidades supranacionais, efetivamente legitimadas para a defesa do interesse comum e não subordinadas aos imperativos de qualquer rivalidade entre Estados-membros. Na realidade, só com uma vontade política sólida haverá condições para criar ao nível comunitário mecanismos e instituições robustas, capazes de complementar os inevitáveis ajustamentos internos que os países em termos individuais também terão que prosseguir.

O sentimento de acalmia nos mercados financeiros que se vem registando desde o último trimestre de 2012 com o recrudescimento do afluxo de capitais aos mercados europeus e a descida consistente dos juros das dívidas soberanas nos países periféricos decorreu, em nossa opinião, dos sinais dados pelas instituições comunitárias e denotam também o grau de desempenho revelado em alguns programas de ajustamento nos países sujeitos a resgate. Há que continuar os esforços de forma coordenada entre os países e as entidades comunitárias, pois aquele sentimento terá que assentar em soluções sólidas e credíveis. Assim, cremos ser útil identificar algumas prioridades para as reformas estruturais que deverão prosseguir para garantir o sucesso da UEM.

Em primeiro lugar, deverá ser completada a arquitetura da união bancária europeia (Gros, 2012). De facto, depois de criado o pilar da supervisão única, há que continuar os esforços no sentido de implementar, tão breve quanto possível, o referido mecanismo de resolução comum e dotá-lo do quadro legal e dos meios financeiros adequados ao exercício da função. Com efeito, o pleno funcionamento deste mecanismo de resolução de crises pode significar o ponto de inflexão da espiral de contágios entre o setor bancário e o endividamento público e restaurar os canais de provisão de crédito em boas condições de mercado, o que constituirá um passo fundamental para a retoma da atividade económica.

Em segundo, os países não deverão deixar de prosseguir as suas reformas estruturais para restaurar as condições de competitividade e ajustar os respetivos desequilíbrios macroeconómicos. Naturalmente que o programa específico de reforma depende da idiossincrasia de cada país, mas a orientação geral para promover atuações para flexibilizar o mercado laboral deverá continuar, em especial nos países que se debatem com níveis de desemprego estrutural significativos. De acordo com dados apresentados por Coeuré (2013), entre 2008 e 2012 registou-se uma franca melhoria da competitividade nos países sob programa de ajuda financeira, tendo o crescimento

acumulado dos custos unitários do trabalho ficado cerca de 12 pontos percentuais abaixo da média da zona do Euro.

Em virtude desta situação e também devido à quebra registada na procura interna destes países começaram a consolidar-se trajetórias de correção dos défices externos dos países, as quais mostram uma clara inversão da tendência. O bom desempenho das exportações tem contribuído para esta situação, sendo particularmente relevante o facto de no caso português as exportações terem crescido cerca de 7% por ano no último triénio, evidenciando mesmo que o padrão de especialização dá indícios de se estar a transferir gradualmente para bens de maior conteúdo tecnológico e revelando taxas de crescimento superiores para os mercados fora da UE.

Devido ao elevado peso do comércio intracomunitário nas economias dos Estados-membros, seria desejável que fosse revigorado o funcionamento do mercado interno europeu, que em alguns domínios vem registando sintomas de estagnação. A questão da retoma do crescimento económico e do aumento da competitividade externa é central para a estabilidade na UE, em especial para os países meridionais que, na sequência da aplicação dos programas de ajustamento, têm sofrido perdas de poder de compra significativas, regredindo os seus níveis de rendimento para valores de há mais de uma década, ao mesmo tempo que o desemprego não dá sinais de abrandar e os jovens não vislumbram perspectivas. A existência de convulsões sociais sérias em algum destes países contribuiria para reavivar as dúvidas sobre o futuro da zona do Euro e provocaria um retorno da instabilidade aos mercados financeiros com reflexos na economia real, pelo que um programa que estimule o crescimento económico e uma condição imprescindível.

Finalmente, um outro domínio que requer ações concretas é a dimensão política da integração europeia, o que nos coloca perante o desafio de repensar os limites da partilha das soberanias nacionais. Naturalmente que este é um projeto a concretizar de forma gradual e num horizonte temporal mais lato, o que não significa que não seja necessário prosseguir uma discussão profunda sobre a legitimidade e a inerente responsabilização, à medida que se for reforçando as vertentes ligadas à integração económica. Não podemos esquecer que dimensão política tem a sua especificidade e exige uma maturação própria, mas também não será justificável que a ausência de capacidade de decisão a este nível ponha em causa os avanços já conseguidos nas demais vertentes da integração.

Não se pode correr o risco de que passados os momentos mais gravosos da crise deixe de haver a pressão suficiente para os necessários impulsos políticos ao avanço do processo. Mas tal risco existe, pois o padrão de gestão da crise até agora mostrou-nos que, embora a UE tenha manifestado um forte sentido de sobrevivência, as decisões mais relevantes só foram tomadas quando se revelaram indispensáveis para a sobrevivência do Euro.

Há um aspeto que nos parece central neste processo e que tem a ver com o reduzido consenso que parece existir e sobre as causas da crise e naturalmente sobre o que é necessário fazer para construir uma UEM mais eficaz e que coloque os países numa trajetória sustentável de prosperidade. A União Europeia aparece bastante dividida nesta matéria, já que os países do Centro-Norte interpretam a crise como o resultado de uma falha na aplicação das regras existentes, especialmente ao nível dos critérios que deveriam garantir a estabilidade orçamental na zona Euro, enquanto os países do Sul entendem a crise como o resultado de falhas sistémicas na própria UEM.

Também no plano das soluções para a mesma não tem havido grande convergência de opiniões. Os primeiros entendem os programas de ajustamento e de austeridade como a punição a suportar por um mau comportamento que gerou um endividamento não sustentável, recusando conceder assistência financeira com o argumento de que tal estimularia o risco moral, ou seja incentivaria os maus comportamentos, pois os países incumpridores não suportavam todos os custos das suas más decisões. Os segundos, entendem que é necessária uma maior integração fiscal e a criação de mecanismos de solidariedade no sistema para promover a capacidade de ajustamento e de estabilização, o que terá que passar pelo reforço do orçamento comunitário.

Em suma, cremos que por todos os aspetos referidos a zona Euro não irá entrar em colapso a breve prazo, nem a união bancária projetada irá constituir uma solução milagrosa para resolver os problemas que têm afetado alguns países da zona Euro neste prolongado tempo de crise. Porém, há um aspeto positivo é que parece existir uma convicção generalizada de que abandonar o projeto da união monetária pode equivaler a um desastre económico e financeiro para todos os seus membros, o que pode constituir uma motivação forte para encontrar soluções que permitam superar as dificuldades.

Referências

ANGELONI, Chiara; MERLER, Silvia; WOLFF, Guntram – Policy Lessons from the Eurozone Crisis, *The International Spectator*, Vol. 47, No. 4, December (2012) 17–34. [Consultado 30 Janeiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/03932729.2012.733180>>. ISSN: 0393-2729 print; ISSN: 1751-9721 em linha.

BAYOUMI, T.; EICHENGREEN, B.- Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. Elsevier: *European Economic Review*, [em linha] vol. 41, 761-772 p. (1997) [consultado em 10 de Fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292197000354>>. ISSN: 0014-2921/97/.

CAETANO, José; ROCHA de SOUSA, Miguel - A herança de Maastricht: das suas condicionantes às perspetivas de sustentabilidade da UEM a longo prazo, *DEBATER A EUROPA*, Periódico do CIEDA e do CEIS20, em parceria com GPE e a RCE. N.6 Janeiro/Junho (2012) Semestral [consultado em 21 de Fevereiro de 2013] –. Disponível em: <<http://www.europe-direct-aveiro.aeva.eu/debatereuropa/>> ISSN 1647-6336.

COEURÉ, B. - Ajustamento e crescimento das economias da área do euro-, discurso proferido na NOVA School of Business and Economics & Banco de Portugal, Discurso de 22 de Fevereiro (2013) [consultado em 27 de Fevereiro de 2013]- Disponível em : <<http://www.ecb.eu/press/key/date/2013/html/sp130222.pt.html> >.

COMISSÃO EUROPEIA - EMU@10 Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, *European Economy*, 2 (2008), [consultado em 21 de Fevereiro de 2013] – Disponível em: <http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/emu10report_en.pdf >.

DAVIES, Howard – Europe’s Flawed Banking Union, *Project Syndicate*, October 18th 2012. [consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL http://www.project-syndicate.org/commentary/europe-s-democratic-deficit-goes-to-the-bank-by-howard-davies_>.

DE GRAUWE, Paul – Como mutualizar as dívidas na Zona Euro, artigo publicado no jornal *Expresso* em 3 de novembro de 2012.

GOYAL, Rishi (coordinator) – A Banking Union for the Euro Area, *International Monetary Fund Discussion Note*, SDN/13/01, 2013. [consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf>

GROS, Daniel – An incomplete step toward banking union, *CEPS discussion paper*, July 5th 2012. [consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL <http://www.ceps.eu/book/incomplete-step-towards-banking-union>>.

MARZINOTTO Benedicta – The long-term EU budget: size or flexibility?, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 20/2012, November. [consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/760-the-long-term-eu-budget-size-or-flexibility/#.USJYCWdZg0E>>.

MUNDELL, Robert - A Theory of Optimum Currency Areas, AEA: The American Economic Review, [em linha] Vol. 51, No. 4 Setembro., (1961), pp. 657-665, [consultado em 21 de Fevereiro de 2013]. Disponível em WWW:< URL: <http://www.jstor.org/stable/1812792> > ISSN: 0002-8282.

PISANI-FERRY, Jean; WOLFF, Guntram – The Fiscal Implications of a Banking Union, *Bruegel Policy Brief*, Issue 2012/02, September. [consultado em 22 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/748-the-fiscal-implications-of-a-banking-union/#.US3h3lfxONI> >.

PISANI-FERRY, Jean – The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. *Bruegel Policy Contribution* Issue 2012/01, January. [consultado em 22 de fevereiro de 2013]. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/750-the-euro-crisis-and-the-new-impossible-trinity/#.US3ybVfxONI>

SPEYER, Bernhard – EU Banking Union: Do it right, not hastily!, *Deutsche Bank Research - EU Monitor European integration*, July, 2012. [consultado em 22 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW:

<URL:http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD00000000000291512/EU+Banking+Union%3A+Do+it+right,+not+hastily!.pdf>~

VAN ROMPUY, Herman – Towards a Genuine Economic and Monetary Union, Brussels (2012). [consultado em 22 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW:

<URL:http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf>

VERON, Nicolas, 2012, – Europe's Single Supervisory Mechanism and the Long Journey towards Banking Union,|| *Bruegel Policy Contribution*, Issue 16, October. [consultado em 22 de fevereiro de 2013]. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/752-europes-single-supervisory-mechanism-and-the-long-journey-towards-banking-union/#.US30slfxONI> >

WYPLOSZ, Charles – Banking union as a crisis-management tool, *VoxEU*, 16th October 2012.[consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL <http://www.voxeu.org/article/banking-union-crisis-management-tool> >.

XIVES, Xavier – Banking Disunion, *Project Syndicate*, 26th June, 2012. [consultado em 27 de fevereiro de 2013]. Disponível em WWW: <URL <http://www.project-syndicate.org/commentary/banking-disunion> >.