

# UM GRANDE PASSO EM FRENTE: INSTITUIÇÕES E POLÍTICAS PARA UMA ÁREA DO EURO VIÁVEL

George Papaconstantinou e Jean Pisani-Ferry \*

CONTRIBUIÇÃO PARA O PAINEL:

## **“REFORMA DO EURO, PERSPETIVAS FINANCEIRAS E ORÇAMENTAIS DA UNIÃO EUROPEIA”**

*A reforma da UEM é fundamental para uma área do euro viável, mas está a ter lugar num cenário de restrições políticas. Como contribuição para esta discussão em curso, este trabalho situa o debate sobre a reforma no contexto das principais lições da crise do euro e do atual ciclo económico e político e discute os diferentes elementos da agenda de reformas. O foco está na principal reforma crítica e questões institucionais que permanecem como obstáculos.*

### **1. Sair da crise: a política e economia da UEM**

#### **1.1. O que aprendemos? Fazer um balanço da crise**

A crise na área do euro foi, em muitos aspetos, um acidente à espera de uma oportunidade para acontecer. Foi preciso um choque externo (reconhecidamente maior) para desencadear o desanuviamiento dos desequilíbrios acumulados na primeira década do euro, revelar as vulnerabilidades da área do euro e expor as suas falhas de conceção. A crise levou a medidas para salvaguardar a moeda comum e remediar as suas fraquezas. Hoje, numa altura em que os esforços de reforma estão bem encaminhados, mas muito incompletos, é útil situar o debate em curso sobre os próximos passos necessários para uma área do euro viável, nas lições da própria crise e no contexto das iniciativas já tomadas. Isto ajuda a entender a urgência de completar o esforço de reforma, bem como os obstáculos que esta enfrenta.

A crise teve origem no excesso de empréstimos hipotecários *subprime* nos EUA, cujas consequências no mercado de instrumentos de dívida titularizados contaminaram o sistema bancário europeu antes de desencadear uma grave recessão na economia euro-atlântica; espalhou-se de seguida para o resto do mundo, à medida que os mercados financeiros internacionais reagiram, a apertar o crédito globalmente. Encontrou um terreno fértil na Europa não apenas devido à exposição do seu sector bancário a produtos bancários tóxicos dos EUA, mas também devido a uma combinação de desequilíbrios orçamentais internos, bolhas imobiliárias e perdas de competitividade. Os bancos europeus mostraram-se vulneráveis devido à sua exposição ao risco de crédito nacional e transfronteiriço, bem como capital e liquidez insuficientes.

---

\* Escola de Governação Transnacional do Instituto Universitário Europeu e o Titular da Cátedra de Tommaso Padoa-Schioppa do Instituto Universitário Europeu, respetivamente.

A verdadeira natureza da crise foi, porém, mal interpretada na Europa durante muito tempo. Como o que provocou o desencadear da fase aguda da crise na área do euro foi o descarrilamento orçamental grego, as questões orçamentais ganharam primazia sobre as origens da crise no sector bancário, cujos passivos acabaram nos balanços públicos à medida que os governos resgatavam os bancos ou garantiam os depósitos. Tal guiou a resposta política do pós-2009: concentrou-se de início, quase exclusivamente, na contenção fiscal, enquanto a sua natureza sistémica e as fraquezas de uma união bancária incompleta na Europa demoraram a ser resolvidas. Considerando que os testes de esforço de maio de 2009 restauraram a confiança no sistema bancário, a abrir caminho para a recuperação, a tolerância prevaleceu na Europa pelo menos até meados de 2012 (quando a Espanha lançou o seu programa de recapitalização de bancos e a união bancária se tornou o centro da agenda de políticas) e, na verdade, durante muito mais tempo.

A resposta política global exibiu todas as falhas da arquitetura institucional e política da UE existente. As principais decisões foram tomadas sob coação, com desfazamentos significativos em comparação com a realidade económica e de mercado; eram tipicamente reativos, em vez de proativos, propensos à reversão, e muito caros tanto para os mutuários como para os credores. Foram cometidos grandes erros, tanto económica como politicamente; foi um processo caro e perigoso de tentativa e erro. Em última análise, porém, prevaleceu a vontade de salvar a moeda comum.

## **1.2. Consertar a bicicleta enquanto se anda nela: principais iniciativas de reforma durante a crise**

A resposta política durante a crise passou gradualmente de apagar fogos para a reforma da área do euro. Uma agenda de reformas já foi esboçada no relatório do Grupo de Trabalho de outubro de 2010 sobre a governação económica na UE e o seu relatório de acompanhamento de 2012.<sup>1</sup> Como a leitura inicial das raízes da crise estava focada num fracasso da disciplina orçamental, foi na frente orçamental que a maioria das iniciativas subsequentes se concentrou, a começar com o impulso principal do conjunto de medidas legislativas «Six Pack» em 2011.<sup>2</sup> Foi seguido em 2012 pelo «Compacto Orçamental»<sup>3</sup>, com disposições relacionadas com a disciplina orçamental (nomeadamente o braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento) e regras e procedimentos de coordenação e governação, e, em 2013, pelas diretivas «Two Pack»<sup>4</sup>, destinadas a reforçar a coordenação económica e a supervisão orçamental.

Em conjunto, esta série de iniciativas políticas e legislativas, adotadas como uma resposta direta à crise da área do euro, reforçou significativamente o quadro fiscal, enquanto também tentava, através da supervisão macroprudencial e do Procedimento de Desequilíbrio Macroeconómico, detetar desequilíbrios não

---

<sup>1</sup> «Strengthening Economic Governance in the EU – Report of the Task Force to the European Council» (<https://www.consilium.europa.eu/media/27405/117236.pdf>) e «Towards a Genuine Economic and Monetary Union» (<https://www.consilium.europa.eu/media/23818/134069.pdf>).

<sup>2</sup> Consulte em:

[https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/119888.pdf](https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/119888.pdf)

<sup>3</sup> O texto pode ser visualizado em [http://europa.eu/rapid/press-release\\_DOC-12-2\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm)

<sup>4</sup> Consulte em:

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2013/pdf/ocp147\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp147_en.pdf)

essencialmente orçamentais, potencialmente conducentes a uma crise bancária ou a um colapso na competitividade. O foco, no entanto, foi claramente a reformulação das regras orçamentais; foi dada mais atenção à dinâmica da dívida, com maior flexibilidade durante uma crise no que diz respeito aos limites do défice. As novas regras também aumentaram a complexidade e, possivelmente, a opacidade do processo de vigilância.

Mais importante ainda, as reformas do quadro de prevenção de crises foram complementadas pela criação de um «escudo» financeiro permanente para ajudar os países em risco de perder o acesso ao mercado. O Mecanismo Europeu de Estabilidade substituiu, a partir de 2012, os mecanismos de apoio temporário idiossincrático criados durante a crise. A sua criação representou um acréscimo significativo, tanto para o panorama institucional europeu como para o leque de instrumentos políticos. Desde então, tornou-se central para o atual debate sobre o futuro da área do euro, com diferentes pontos de vista sobre a sua evolução, papel e responsabilidades.

Seguiu-se o lidar com a fragilidade do sistema bancário, à luz do *doom loop* que transmitia a crise dos bancos para soberanos e vice-versa. A união bancária foi o elemento esquecido na criação de uma moeda comum, cuja grande importância foi demonstrada durante a crise. Foi introduzido em junho de 2012 com uma declaração da Cimeira do Euro, cuja primeira frase era: «Afirmamos que é imperativo romper o círculo vicioso entre bancos e soberanos.»<sup>5</sup> Em 2014, a autoridade de supervisão e o poder de conceder ou retirar licenças bancárias foram transferidos das autoridades nacionais para o Conselho de Supervisão do Mecanismo Único de Supervisão (MUS), uma nova estrutura do Banco Central Europeu (BCE).

Em 2015, a UE criou o Conselho Único de Resolução, uma nova entidade com sede em Bruxelas que, juntamente com as autoridades nacionais de resolução, constitui o Mecanismo Único de Resolução. Está a ser constituído um Fundo Único de Resolução (FUR) financiado por contribuições dos bancos para apoiar os procedimentos de resolução no âmbito da Diretiva relativa à Recuperação e Resolução de Bancos da UE (DRRB). Foi acordado na Cimeira do Euro, em dezembro de 2018, que a SRF será mais apoiada pelas linhas de crédito do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE).<sup>6</sup>

Além das decisões do Conselho Europeu, o Banco Central Europeu provou ser o interveniente mais importante na resolução da crise. Em resposta ao congelamento do mercado interbancário, rapidamente estendeu a liquidez ao sistema bancário e, além disso, ofereceu-lhe termos cada vez mais flexíveis, a reescrever efetivamente as regras a fim de acomodar uma situação que estava em rápida evolução. O seu «Programa de Mercados de Títulos de Dívida» de compras de títulos de países em crise desde 2010 alavancou as decisões do Conselho Europeu num momento crucial e foi seguido pelo programa «Transações Monetárias Definitivas» de compras abertas em mercados secundários de dívida soberana, sujeitos a condicionalidades rigorosas. O BCE admitiu atrasos no início de um estímulo monetário não

---

<sup>5</sup> Consulte em <https://www.consilium.europa.eu/media/21400/20120629-euro-area-summit-statement-en.pdf>

<sup>6</sup> Consulte em [https://www.consilium.europa.eu/media/37268/tor-backstop\\_041218\\_final\\_clean.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/37268/tor-backstop_041218_final_clean.pdf)

convencional (que começou apenas em 2015), mas as suas ações e palavras foram fundamentais para desarmar a crise. Também têm sido foco de fortes críticas em vários países.

### **1.3. Já a salvo? Situação económica, perspetivas e riscos atuais**

Após uma recessão económica grave e comparativamente prolongada e uma crise quase existencialista, a área do euro registou uma reviravolta notável. No início de 2013, a moeda comum já não enfrentava perigo iminente e o risco de redenominação da moeda que assombrou a união monetária durante cerca de cinco anos foi resolvido em 2015, quando uma Cimeira do Euro decidiu impedir a saída da Grécia. No início de 2019, a UE como um todo estava no seu sétimo ano de expansão económica, sem contração da economia em 2018. O desemprego encontra-se na taxa mais baixa nos últimos vinte anos e diminuiu significativamente (embora ainda permaneça alta) mesmo nos países da área do euro afetados pela crise.

Apesar disso, o debate político sobre o que é necessário para uma área do euro viável está hoje a decorrer num ambiente económico cuja perspetiva é caracterizada por riscos crescentes.<sup>7</sup> A recuperação tem sido longa, mas também fraca, e agora está a esmorecer, sendo a desaceleração no segundo semestre de 2018 mais pronunciada do que o esperado. Espera-se que a atividade económica desacelere ainda mais nos próximos anos, num cenário de aumento dos riscos económicos e de política económica específicos para a UE, assim como para os globais, especialmente do processo *Brexit*.

Os problemas herdados da crise continuam a pesar fortemente. Apesar dos seus esforços, o BCE não conseguiu trazer o núcleo da inflação de volta para 2% e está a aproximar-se dos limites autoimpostos à utilização de instrumentos de política não convencionais. O espaço orçamental é mais limitado do que em 2008: para a área do euro, os níveis da dívida são hoje quase 20 pontos percentuais do PIB mais elevados do que no início da crise e são particularmente elevados em vários países. Isto implica maiores riscos numa nova recessão ou numa situação de paragem súbita. As divergências entre o núcleo e a periferia diminuíram de forma desigual, alimentando as narrativas populistas e provocando potencialmente uma reação adversa que poderia transformar-se numa crise global. Em suma, é questionável se, apesar dos esforços envidados, a UE no seu conjunto e, em particular, a área do euro estão atualmente preparados para lidar com a próxima crise.

## **2. Delinear uma agenda de reformas**

### **2.1. De Marte ou de Vénus? Os diferentes pontos de partida**

A dificuldade em avançar com a reforma da área do euro pode ser atribuída a dois modelos contrastantes para a UEM, que refletem as preferências nacionais expressas abertamente na tomada de decisões durante a crise. De um modo estilizado, a primeira parte da premissa de que as crises resultam principalmente de políticas internas desadequadas. Para as corrigir, coloca ênfase na aplicação mais rigorosa das regras orçamentais da UE para conter a dívida e os défices, mais disciplina de mercado e o fim do estatuto de isenção de risco da dívida soberana.

---

<sup>7</sup> Ver [https://www.ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip096\\_en.pdf](https://www.ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip096_en.pdf)

Em relação aos desequilíbrios macroeconómicos, o seu foco está em aumentar a competitividade dos países atrasados com altos défices externos por meio de reformas estruturais. Esta visão está associada à relutância em aceitar transferências, sejam elas o resultado de um mecanismo orçamental explícito ou de mecanismos de partilha de riscos, como o seguro de depósito comum para bancos.

A visão contrastante coloca muito mais ênfase nas linhas de falhas sistémicas, como a falta de estabilização agregada e a vulnerabilidade aos fluxos de capital desestabilizadores. No que diz respeito às soluções, defende a criação de uma capacidade orçamental em toda a escala do euro para fins de estabilização, uma distribuição dos esforços orçamentais entre os países para alcançar uma orientação fiscal agregada adequada e mecanismos de partilha de riscos. Um corolário é a necessidade de um Tesouro da área do euro. As dificuldades orçamentais durante as crises são interpretadas principalmente como problemas de liquidez que poderiam ser resolvidos através de assistência financeira. De acordo com essa visão, o ajuste macroeconómico deve ser simétrico, a fim de ajudar os países fracos e evitar a preferência deflacionária resultante dos tetos de défice. E no que diz respeito ao sindicato bancário, essa visão defende o seguro de depósitos comum para garantir a estabilidade financeira e a partilha de riscos privados.

A linha divisória entre essas duas visões políticas é filosófica e académica, bem como geográfica. Em termos filosóficos, tem sido descrito como disciplina *versus* flexibilidade. Em termos académicos, é a distinção muitas vezes estilizada como regras *versus* discricção na formulação de políticas económicas. Em termos geográficos, foi apresentado como uma divisão alemã/francesa ou, em alternativa, norte/lateral. Esta divisão é caricaturada como o Norte europeu com foco na responsabilidade, enquanto o Sul na solidariedade. Mais precisamente, o primeiro campo enfatiza a redução de risco enquanto o último partilha o risco.

A perspectiva de transformar a União Europeia numa «união de transferências» assombrou o Norte europeu e provocou o medo de qualquer partilha de riscos. Na prática, contudo, tanto a redução como a partilha de riscos devem ser procuradas simultaneamente: a partilha de riscos sem a redução efetiva do risco aumenta o risco moral e, em última análise, o risco. Da mesma forma, na ausência de acordos apropriados de partilha de riscos, a redução do risco na área financeira pode resultar em instabilidade do mercado e maior risco efetivo.

O debate não será rapidamente resolvido. Académicos de França e da Alemanha enfatizaram que ambas as abordagens são mais complementares do que substitutas e propuseram um compromisso para «conciliar a partilha de riscos com a disciplina do mercado».<sup>8</sup> Encontrar um terreno comum de uma maneira prática é, portanto, essencial por razões económicas e políticas, mas as discussões não avançaram muito para alcançar esse objetivo.

---

<sup>8</sup> [Bénassy-Quéré et al. \(2018\)](https://cepr.org/active/publications/policy_insights/viewpi.php?pino=91), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», um relatório de economistas franceses e alemães, CEPR Perceção Política N° 91, janeiro. É possível consultar o relatório em [https://cepr.org/active/publications/policy\\_insights/viewpi.php?pino=91](https://cepr.org/active/publications/policy_insights/viewpi.php?pino=91)

## **2.2. Quanto às janelas de oportunidade: a política da reforma da UEM**

O tratamento da crise na área do euro ensinou-nos que as soluções que prevalecem tendem a ser encontradas no cruzamento do que é economicamente desejável e politicamente viável. O momento, a sequência, as personalidades - todos desempenham um papel crítico; e as escolhas políticas sobre a mesa, bem como as decisões tomadas, refletem, em última análise, as limitações e realidades políticas nos países da UE. Por isso, o debate académico vibrante sobre as ferramentas políticas mais eficazes necessárias para concluir a UEM é necessário, mas não é suficiente. Captar a dinâmica política e forjar alianças e acordos que possam apoiar a reforma é igualmente, se não mais, importante.

Nesse contexto, os últimos anos foram caracterizados por uma tentativa de formar juntos uma «grande oportunidade»; um compromisso entre a abordagem de «partilha de riscos» e de «redução do risco», que, para se tornar politicamente viável, teria de se expandir mesmo além dos parâmetros políticos da reforma da UEM e incluir outras políticas da UE, como a segurança e a defesa. No entanto, os acontecimentos políticos nos principais países impulsionadores de uma «grande oportunidade», a França e a Alemanha, bem como a posição de intervenientes da UE, como a chamada «Nova Liga Hanseática» de estados fiscalmente conservadores do Norte da Europa, bem como posições populistas em alguns estados-membros da UE complicaram o resultado. O resultado e o equilíbrio político que emergirem das próximas eleições para o Parlamento Europeu serão cruciais como perspectiva.

## **2.3. Configuração da agenda: as propostas apresentadas pelas instituições**

Foi apresentada uma agenda de políticas abrangente para a reforma da UEM no Relatório dos Cinco Presidentes de 2015<sup>9</sup>, com a sua abordagem de duas fases politicamente orientada para uma união económica, financeira, fiscal e política, assim como o documento de reflexão subsequente e comunicações relacionadas pela Comissão.<sup>10</sup> É uma agenda abrangente que fornece diferentes opções aos decisores políticos; representa um bom ponto de partida para o debate político, embora não possa representar o ponto final.

Este debate posterior cristalizou-se em torno de um número limitado de questões específicas, mas também difíceis de resolver, que se acredita que representem o núcleo em qualquer tentativa de reformar a UEM. Os principais são:

- aumentar a resiliência e estabilidade do sistema bancário através de um seguro de depósito comum (a discussão sobre o Sistema Europeu de Seguro de Depósitos - SESD);

---

<sup>9</sup> «Completing Europe's Economic and Monetary Union» (o Relatório dos Cinco Presidentes). É possível consultar o relatório em [https://www.ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://www.ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf)

<sup>10</sup> “Documento de reflexão sobre o aprofundamento da União Económica e Monetária” ([https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf)). O pacote de políticas proposto pela Comissão Europeia para concluir a UEM pode ser consultado em: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/completing-europes-economic-and-monetary-union-policy-package\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/completing-europes-economic-and-monetary-union-policy-package_en)

- criar instrumentos orçamentais comuns adequados, como uma função de estabilização macroeconómica, para lidar melhor com os choques específicos de cada país;
- criar uma capacidade fiscal central associada que dote a área do euro de uma política orçamental adequada;
- redução do risco ao nível da área do euro com um instrumento financeiro conjunto (Ativo Seguro Europeu);
- se ou como a dívida soberana insustentável na área do euro deve ser reestruturada;
- reformar/simplificar as regras orçamentais além das mudanças já realizadas durante os anos de crise.

### 3. Os elementos críticos de políticas da reforma da UEM

As questões políticas individuais acima enquadram-se nas amplas áreas de política da união bancária e união fiscal. Juntamente com as mudanças na governação da área do euro, representam as áreas que determinarão se a crise terá sido usada como uma oportunidade para reparar as falhas de projeto da moeda comum por meio da revisão de políticas e instituições.

#### 3.1. O estado da União Bancária

Quase sete anos depois, desde a declaração da Cimeira do Euro de 2012 sobre a necessidade de romper «o círculo vicioso entre bancos e soberanos», foi implementado um pacote impressionante de reformas. Há, todavia, três razões para nos preocuparmos com o facto de o «círculo vicioso», ou o «*doom loop*», no seio da crise do euro de 2010-2012 não ter sido realmente quebrado.

1. **A persistência de uma forte preferência nacional na composição dos ativos bancários em países vulneráveis.** No final de 2018, a parte das obrigações soberanas detidas pelos bancos nacionais excedia os níveis anteriores à crise na Grécia, Irlanda, Itália e Portugal (mas não em Espanha). As participações desproporcionais de obrigações emitidas pelo governo soberano nacional resultam num importante canal de contágio da insolvência soberana, ou a sua ameaça, para a fragilidade bancária, as restrições de crédito e a contração económica.<sup>11</sup>
2. **Um quadro de resolução que apenas é único no nome.** Enquanto a autoridade supervisora e a supervisão efetiva dos principais bancos residem em grande parte no BCE, o Conselho Único de Resolução tem uma estrutura mais confederada que combina um papel de «elaboração» do CUR com o papel de implementação das autoridades nacionais de resolução. A experiência inicial, especialmente em Itália, mostrou que governos e autoridades nacionais frequentemente permanecem em primeiro lugar na fila para resolver problemas bancários e fornecer apoio financeiro. Além disso, os reguladores continuam desconfiados de possíveis transferências entre países decorrentes do fracasso de uma entidade nacional dentro de um

---

<sup>11</sup> Ver <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>.

grupo transnacional. Por esse motivo, eles tendem a confiar na delimitação para limitar a potencial mutualização de recursos.

- 3. Desacordo persistente relativamente ao seguro de depósitos.** O Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (SESD), proposto em 2015 pela Comissão Europeia, visava assegurar uma proteção igual de todos os depósitos e uma mutualização parcial do risco correspondente. Apesar das propostas que visam limitar as potenciais transferências, foi apanhado pelo debate sobre redução de risco/partilha de riscos e continua a ser uma perspetiva remota (nem sequer foi referido pelo nome na declaração da cimeira do Euro de dezembro de 2018). Isto apesar do facto de o relatório dos Cinco Presidentes ter esclarecido que o SESD seria financiado pelo sector privado através de taxas prévias baseadas no risco pagas pelos bancos participantes.<sup>12</sup>

Devido à força das ligações indiretas entre bancos e soberanos, até mesmo uma união bancária completa que tivesse cortado qualquer ligação direta entre eles não teria eliminado totalmente o *doom loop*. A persistência de canais diretos contribui ainda mais para o problema, cuja importância foi destacada pelos co-movimentos dos riscos soberanos e os riscos de incumprimento dos bancos aquando do litígio no final de 2018 entre o governo italiano e a Comissão Europeia.

O problema com o *doom loop* é que pode voltar com toda a força, desde que o soberano nacional se arrisque a ser visto como o fiador de último recurso dos passivos bancários e enquanto os bancos nacionais correrem o risco de serem vistos como os compradores de último recurso de títulos públicos. O que importa não é se o risco médio é coberto; é, em vez disso, quem suporta o risco marginal. Embora significativas, as medidas adotadas até agora têm sido insuficientes para cortar este vínculo.

São necessárias mais reformas para cortar o *doom loop* para sempre. Em ordem ascendente de dificuldade, o que é necessário é, em primeiro lugar, uma estrutura mais integrada que dá ao CERS a responsabilidade pela execução dos esquemas de resolução bancária; segundo, um sistema de seguro de depósitos integrado que combina uma estrutura de financiamento compatível com incentivos com a proteção uniforme de todos os depositantes (o que envolve a resolução da herança do grande inventário de empréstimos improdutivos em vários países); em terceiro lugar, a introdução progressiva dos encargos de concentração, que incentivam a diversificação de ativos bancários; em quarto lugar, a introdução de um ativo seguro para a área do euro que fornece aos bancos um canal para diversificação de ativos (ver também abaixo informação sobre os ativos seguros).<sup>13</sup>

Em última análise, uma área monetária estável não pode depender de mercados de crédito segmentados. Os bancos são agregadores de risco. Enquanto eles agregam o risco ao longo das linhas nacionais, o seu destino tende a ser correlacionado ao do seu soberano. A melhor maneira de eliminar essa vulnerabilidade seria criar bancos pan-europeus integrados, cuja estrutura de

---

<sup>12</sup> A Comissão Europeia produziu em 2016 uma “Análise de Efeitos” da introdução de um Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (SESD). É possível consultar o documento oficioso aqui: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/161011-SESD-effect-analysis\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/161011-SESD-effect-analysis_en.pdf).

<sup>13</sup> Estas propostas são retiradas de Bénassy-Quéré *et al.* (2018), *ibid.*

balanço proporciona uma diversificação endógena do risco. Este movimento continua, porém, a encontrar resistência.

### **3.2. União fiscal: questões centrais e periféricas**

A «união fiscal» é frequentemente considerada como um requisito essencial para o bom funcionamento de uma área monetária. No entanto, este conceito engloba vários componentes distintos que diferem em natureza, objetivo e ambição. Podemos destacar cinco propostas principais:

#### **a. Uma função de estabilização macroeconómica**

A ideia de um instrumento contracíclico da área do euro que melhore o amortecimento de grandes choques macroeconómicos assimétricos (e não pretende ser um instrumento orçamental de crise) foi debatida desde o primeiro projeto para a União Económica e Monetária. O raciocínio essencial para tal é que numa união monetária em que a taxa de câmbio já não pode servir para amortecer choques específicos dos países, e onde políticas fiscais nacionais têm âmbito limitado para prestar tal proteção, há uma necessidade de um esquema de estabilização que absorva parte dos maiores choques que não podem ser enfrentados através da estabilização nacional.

Os instrumentos políticos debatidos a este respeito são: um Esquema Europeu de Proteção ao Investimento, que preservaria o investimento prioritário dos cortes de despesas em caso de recessão; um «fundo a pensar nos dias mais difíceis», através do qual os países participantes poderiam acumular fundos regularmente e desembolsá-los para amortecer um grande choque; e um seguro de desemprego europeu (SDE) ou esquema de resseguro para ajudar as economias nacionais a enfrentar melhor a crise.

Um esquema que acrescentaria ao sistema da UEM uma dimensão de seguro entre países e ajudaria a amortecer choques assimétricos, evitando transferências fiscais unidirecionais, envolve um projeto cuidadoso a fim de minimizar o risco moral e a distorção de incentivos. Diversas variantes foram exploradas, desde o pagamento direto até o resseguro de esquemas nacionais, com este último a receber mais apoio. Nenhum deles evita totalmente o risco moral e, embora seja importante, não se pode esperar que nenhum deles apresente uma estabilização poderosa.<sup>14</sup>

Os argumentos intelectuais que sustentam as objeções políticas levantadas a um esquema de estabilização não contestam os seus potenciais benefícios de estabilidade; em vez disso, argumentam que estes podem ser melhor alcançados através de uma maior partilha de risco do mercado financeiro (assim que a união bancária esteja completa) e uma utilização mais eficaz dos estabilizadores orçamentais (criando amortecedores orçamentais mais elevados).<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Ver, por exemplo, Koester, G. e Sondermann, D. (2018), «A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties», série n.º 216 de publicações ocasionais do Banco Central Europeu; CEPS (2017), «Feasibility and Added Value of a European Unemployment Benefits Scheme», relatório encomendado pela Comissão Europeia.

<sup>15</sup> Ver Heijdra, M. *et al.* (2018), «A more stable EMU does not require a central fiscal capacity». Este artigo (escrito por economistas que trabalham para o governo holandês) pode ser consultado em: <https://voxeu.org/article/more-stable-emu-does-not-require-central-fiscal-capacity>.

Em recentes discussões sobre políticas, a atenção concentrou-se num esquema de proteção ao investimento ou num sistema de seguro ou resseguro de desemprego. Ambas as opções foram consideradas na proposta franco-alemã apresentada por ocasião da reunião de Meseberg, em junho de 2018.<sup>16</sup> Contudo, o próprio princípio de uma função de estabilização macroeconómica foi alvo de resistência pela «Nova Liga Hanseática» liderada pela Holanda e não chegou às decisões da Cimeira do Euro de dezembro de 2018.

### **b. Uma capacidade fiscal central**

Ao passo que a estabilização é geralmente considerada em resposta a choques específicos do país (ou assimétricos), uma outra questão é a necessidade de uma capacidade orçamental agregada que permita a condução de uma política comum ao nível da área do euro sem recorrer à coordenação entre os países participantes. O motivo para isso resulta da reconsideração do papel da política orçamental num ambiente de baixa taxa de juros que limita o âmbito da ação monetária. No entanto, um orçamento comum da área do euro teria de estar enraizado num quadro jurídico e institucional ainda inexistente.

A proposta do relatório dos Cinco Presidentes sobre um Tesouro da área do euro está cuidadosamente formulada e integrada no conjunto de sugestões destinadas a reforçar a responsabilidade e a legitimidade democráticas, em vez de estar sob as medidas puramente orçamentais, em que há mais objeções políticas. Na sequência de uma proposta iniciada por França e acordada com a Alemanha, a Cimeira do Euro deu um primeiro passo na direção de um orçamento da área do euro no final de 2018, sem mencionar a função de estabilização.<sup>17</sup> Embora seja um passo importante, continua tímido e hesitante; é, além disso, improvável que seja ampliado para representar um acréscimo significativo ao Quadro Financeiro Plurianual. Além disso, os planos em debate para uma capacidade fiscal estão muito longe de propostas no sentido de uma UEM federalista que envolva mecanismos geradores de receitas conjuntos através de um sistema de administração tributária em toda a Europa.

### **c. Um ativo europeu seguro**

O impulso inicial no sentido de um ativo seguro comum surgiu em 2010, da proposta da Delpla-Weizsäcker em relação às euro-obrigações<sup>18</sup> e da conseqüente abundância de variantes - desde as Eurobills às ESBies e às E-bonds. No seu formato inicial, o ativo comum teria resultado de uma garantia conjunta e diversa sobre a «dívida azul» (inferior a 60% do PIB), a contrapartida desta teria sido uma «juniorização» do remanescente ou a «dívida vermelha» (acima dos 60%). As diferenças entre os vários regimes que foram, entretanto, propostos dizem respeito a características essenciais como a emissão parcial ou comum, quer baseada na

---

<sup>16</sup> Consulte em <https://archiv.bundesregierung.de/archiv-de/meta/startseite/meseberg-declaration-1140806>

<sup>17</sup> A declaração da Cimeira do Euro de dezembro de 2018 mandata o Eurogrupo a trabalhar «num instrumento orçamental de convergência e competitividade para a área do euro». É uma versão adaptada do «Quadro de Referência Franco-alemão para a Área do Euro» de junho de 2018: [https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2018/Finances-Euro\\_Area\\_Roadmap-EN.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2018/Finances-Euro_Area_Roadmap-EN.pdf).

<sup>18</sup> Delpla, J., e von Weizsäcker, J. (2010), «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief.

mutualização de riscos, quer não implicando passivos conjuntos, envolvendo a centralização de obrigações soberanas ou «parcelamento» de emissões nacionais.<sup>19</sup>

As diferentes propostas partilham um objetivo comum: um ativo que seria atraente para os investidores globais e nacionais como alternativa aos títulos soberanos nacionais, permitindo assim que os governos da área do euro se financiem a um custo razoável e, no processo, consigam a integração dos mercados das obrigações europeias. Para desempenhar esse papel, tal ativo precisaria de uma estrutura transparente com diferentes perfis de vencimento, levando comparativamente o menor risco possível de crédito e liquidez, evitando o contágio. Também precisaria de ser suficientemente grande para garantir que se tornasse uma referência para garantias e liquidez, tanto na área do euro como na procura global. Ao oferecer um veículo para a diversificação de balanços, um ativo seguro comum também poderia complementar os encargos de concentração em carteiras bancárias com dimensões excessivas de títulos soberanos (internos) e ajudar a lidar com o *doom loop* entre bancos e soberanos - um elemento-chave desestabilizador na crise da dívida soberana da área do euro.<sup>20</sup>

Os debates sobre políticas afastaram-se da proposta inicial de euro-obrigações, que foi rejeitada pela Alemanha e, de qualquer forma, exigiria um nível de controlo centralizado sobre os orçamentos nacionais que nenhum país está disposto a aceitar. A alternativa de confiar em títulos garantidos por obrigações soberanas (TGOS - a criação de ativos comuns por meio da divisão em parcelas e agrupamentos de emissões nacionais, mas sem mutualização) é vista com ceticismo por decisores políticos e intervenientes no mercado. Embora longe de ser consensual, a única versão que merece algum apoio é o Eurobill - um ativo emitido por uma instituição comum como o MEE, incluindo como contrapartida de empréstimos diretos a soberanos da área do euro.

#### **d. Reestruturação da dívida soberana insustentável a nível nacional**

A constituição do euro assentou numa ambiguidade quanto ao significado da «cláusula de não-resgate»: ao passo que alguns, especialmente na Alemanha, a consideravam como estando a implicar uma reestruturação automática da dívida pública insustentável (e, na sua forma mais estrita, a proibição de assistência financeira condicional), os termos do Tratado excluía apenas a responsabilidade pela dívida de um estado-membro. Portanto, a crise da dívida soberana que eclodiu em 2010 provocou um amplo exame de consciência no modo como se lida com o défice público excessivo. Embora repetidamente debatida, a questão ainda não foi resolvida.

---

<sup>19</sup> São discutidos diferentes esquemas em Monti, M. (2010), «A new strategy for the single market», Relatório para a Comissão Europeia, pp. 61-65 (E-bonds); Philippon, T. e Hellwig, C. (2011), «Eurobills, not Eurobonds», VoxEU.org; Claessens, S. *et al.* (2012) «Making sense of Eurobond proposals», VoxEU.org; Brunnermeier, M. *et al.* (2016), «ESBies: Safety in the Tranches», Documento de trabalho do CERS No. 21, setembro. Comissão Europeia (2011), «Green paper on the feasibility of introducing stability bonds», COM(2011) 818, apresenta uma visão geral: [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\\_com\(2011\)0818\\_/com\\_com\(2011\)0818\\_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0818_/com_com(2011)0818_en.pdf)

<sup>20</sup> O argumento é apresentado em Bénassy-Quéré et al. (2018), *ibid.*

A área do euro inicialmente recusou-se a abordar essa questão no início da crise, até a reviravolta repentina com a decisão de Deauville mal projetada no final de 2010 e, eventualmente, a reestruturação da dívida grega de 2012-13, o único caso efetivo de uma verdadeira «amortização» da dívida soberana num país da área do euro. Contudo, a herança de níveis da dívida elevados e ainda em ascensão é cada vez mais uma preocupação. Especialmente à luz dos rácios particularmente elevados e insustentáveis da dívida em relação ao PIB em países como a Grécia e a Itália, a discussão sobre se a reestruturação da dívida se deve tornar uma opção política mais viável num sentido mais geral, se tudo isso falhar, assumiu um novo significado.

A questão de um mecanismo de reestruturação da dívida soberana está relacionada. Também nesta área, o argumento para mais disciplina de mercado e um regresso à «regra de não-resgate» do Tratado da UE é colocado contra receios de contágio que argumentam a favor da prestação de assistência de liquidez, mesmo nos casos em que a solvência não é garantida. Para os dirigentes da área do euro, o exercício de reestruturação da dívida grega deveria ser um evento «único». Mas o pêndulo parece ter mudado decididamente: a ideia de «reorganização ordenada da dívida soberana» nos casos em que a solvência não pode ser restaurada por meio de empréstimos condicionados à crise está a ganhar terreno.

Na sua versão mais moderada, tal não implica cortes automáticos de dívida ou extensões de maturidade quando um país é forçado a participar num programa do MEE. Sugere a reestruturação da dívida como uma opção de último recurso, com o MEE a seguir as regras do FMI a esse respeito. Além disso, faz propostas para que tal reestruturação se torne menos prejudicial económica e financeiramente; estes incluem os encargos de concentração e o ativo seguro discutidos anteriormente, bem como um seguro de depósito da área do euro. É uma abordagem que tenta manter-se fiel à cláusula do «não resgate» no Tratado, ao mesmo tempo que fornece um quadro para o tornar operacional.<sup>21</sup>

#### **e. Simplificação das regras orçamentais**

As reformas durante a crise procuraram alterar e reforçar o quadro do PEC; porém, a sua acumulação tornou-o muito complexo e ineficaz. A crítica de que as regras e a sua interpretação produziram uma redução muito pequena da dívida na primeira década do euro e muita austeridade fiscal durante a crise continua a ressoar hoje. As reformas do PEC destinavam-se a criar uma estrutura mais robusta para avaliar as posições fiscais e os caminhos de ajuste dos países. Mas dependem de variáveis não observáveis, como o défice estrutural e as previsões do crescimento do produto potencial; por conseguinte, tanto a Comissão Europeia como os estados-membros recorrem a interpretações criativas para impor um conjunto de regras

---

<sup>21</sup> O argumento da «reestruturação ordenada da dívida» é apresentado em Bénassy-Quéré, A. *et al.* (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», Perceção Política do CEPR N.º 91. Foi endossado em parte pelo quadro de referência franco-alemão para a reforma da área do euro. Dois artigos de opinião essenciais são De Grauwe, P. e Y. Ji (2018), «Financial engineering will not stabilise an unstable euro area»; e Tabellini, G. (2018), «Risk sharing and market discipline: Finding the right mix», ambos disponíveis em VoxEU.org.

complexo e que visam evitar a propensão para o erro sem sancionar desnecessariamente os países.<sup>22</sup>

A simplificação das regras orçamentais é provavelmente a área de reforma com mais maturidade. As propostas variam, mas a direção da reforma é partilhada tanto pelos proponentes de uma abordagem assente em regras para a monitorização orçamental como por aqueles que colocam mais foco na discricção. O núcleo da maioria das propostas é substituir o sistema atual por uma regra mais simples, concentrada em limitar a taxa de crescimento anual das despesas. Distinguem-se quanto ao facto de estarem «ancorados» numa regra orçamental equilibrada ou (como a maioria sugere) numa meta da dívida de médio prazo, como o rácio de 60% da dívida em relação ao PIB no PEC, ou outro a definir de forma discricionária.<sup>23</sup>

#### **4. Reforma da governação**

A gestão da crise da dívida soberana não foi claramente o melhor momento da área do euro. Embora o processo de tomada de decisão utilizado possa ter funcionado para neutralizar a crise, a longo prazo isso compromete a legitimidade do projeto europeu. Neste contexto, a reforma da governação envolve a reformulação do papel das principais instituições europeias na área monetária comum, bem como a abordagem de questões de legitimidade democrática.

A questão central diz respeito à ambição da UE e ao desejo de um destino e iniciativas comuns para o apoiar. Existe uma discussão mais ampla da UE sobre se, dadas as realidades políticas e as prioridades nacionais divergentes, a União avançará com as «coligações de interessados» que emergem para trabalhar em conjunto em diferentes áreas políticas, desde a economia à segurança e defesa. No âmbito desta discussão mais alargada, foram apresentadas várias propostas práticas de reformas institucionais na área do euro.

##### **4.1. O futuro papel do MEE**

O mais avançado é o estabelecimento de um Fundo Monetário Europeu a nível do enquadramento jurídico da UE, construído sobre a estrutura do MEE. Efetivamente, o MEE evoluiu desde que foi criado e está no processo de se tornar, em conjunto com o BCE, central para a nova arquitetura da UEM. Outrora estritamente limitado a fornecer financiamento, dotou-se das capacidades necessárias para conceber os aspetos financeiros dos programas de apoio, bem como para monitorizar os países do programa anterior e realizar análises de sustentabilidade da dívida (a título de exemplo, a validação da sustentabilidade da dívida necessária para o BCE utilizar ferramentas como o programa de Transações

---

<sup>22</sup> Este argumento é apresentado, *inter alia*, em Wieser, T. (2018), «Fiscal rules and the role of the Commission», VoxEU.org.

<sup>23</sup> Feld, L., *et al.* (2018), «Refocusing the European fiscal framework», propõem uma regra relativa às despesas dentro da «abordagem assente em regras». São apresentadas outras alternativas em Darvas, Z., Martin, P. e Ragot, X., «The economic case for an expenditure rule in Europe»; e Beetsma, R. (2018), «Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board», todos disponíveis em VoxEU.org.

Monetárias Definitivas - TMD).<sup>24</sup> Nestes papéis, emergiu como a espinha dorsal de uma instituição financeira de pleno direito e uma alternativa à Comissão Europeia.

Existem duas maneiras práticas pelas quais o MEE evoluirá e se aproximará de um Fundo Monetário Europeu. O primeiro é atuar como um escudo financeiro para o FUR na forma de uma linha de crédito rotativo, de modo que este último tenha recursos adequados para reestruturar instituições de crédito em dificuldades e, mais geralmente, resistir a uma crise financeira. A segunda refere-se à partilha de riscos orçamentais e ao fornecimento de uma capacidade orçamental limitada para a área do euro, através de empréstimos a mais curto prazo com condicionalidade mais leve do que sob programas normais. A ideia é ajudar na estabilização e, assim, evitar uma situação em que seja necessário aplicar um programa completo do MEE. Os principais elementos deste mecanismo de apoio foram aprovados pelo Conselho em dezembro de 2018, enquanto o Conselho também fez um movimento na segunda direção ao aprovar uma «folha de termos e condições relativamente à reforma do Mecanismo Europeu de Estabilidade». <sup>25</sup> Isto representa um aprimoramento das regras existentes; as prévias condições de elegibilidade rigorosas anexadas podem, contudo, limitar a sua utilidade na prática.<sup>26</sup>

Uma orientação adicional para a reforma do MEE está no contexto da reestruturação da dívida. O MEE recebeu, efetivamente, o mandato para gerir um eventual quadro de reestruturação da dívida soberana e tornar-se um moderador entre estados e credores privados. A intenção anunciada de mudar até 2022 o quadro das cláusulas de ação coletiva (CAC) e incluir este compromisso no Tratado do MEE é um movimento claro no sentido de tornar a «reestruturação ordenada da dívida» parte da nova arquitetura da UEM.

A discussão prática sobre como o MEE evoluirá e que ferramentas adicionais serão dadas tem lugar no contexto de uma disputa de poder institucional entre a Comissão Europeia e o Conselho Europeu. Durante a crise, a criação inicial do MEEF e, subsequentemente, do MEE mostrou que os estados-membros pretendiam manter o apoio financeiro sob o seu controlo. Porém, à medida que o MEE evolui para um futuro FME, os principais estados-membros da área do euro podem, de facto, usar o necessário alargamento do seu âmbito para reequilibrar as responsabilidades. Existem, de facto, três grandes diferenças entre a governação da Comissão e do MEE: a adesão, uma vez que a primeira inclui todos os membros da UE e a segunda apenas os que participam no euro; equilíbrio, uma vez que cada país nomeia um Comissário considerando que os votos são ponderados dentro do MEE; e a distância, uma vez que a Comissão é formalmente independente dos estados-membros, enquanto o MEE é uma instituição intergovernamental.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Este argumento para a necessidade de que o MEE e o BCE trabalhem sem problemas na UEM para neutralizar a crise é desenvolvido em Claeys, G. (2018), «Make euro-area sovereign bonds safe again», VoxEu.org.

<sup>25</sup> Ver [https://www.consilium.europa.eu/media/37267/esm-term-sheet-041218\\_final\\_clean.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/37267/esm-term-sheet-041218_final_clean.pdf)

<sup>26</sup> Ver Claeys, G. e Collin, A. (2018) «Does the Eurogroup's reform of the ESM toolkit represent real progress?», VoxEu.org.

<sup>27</sup> Para consultar a opinião do próprio MEE, ver «A European Monetary Fund: for what purpose?»: <https://www.esm.europa.eu/speeches-and-presentations/european-monetary-fund-what-purpose-speech-klaus-regling>.

## 4.2. Equilíbrio institucional e responsabilização

Nunca é de mais enfatizar o papel do Eurogrupo em ajudar a gerir a crise. Devido a este papel indiscutivelmente central na tomada de decisões na área do euro, tem atraído críticas amplamente difundidas sobre a sua falta de transparência e legitimidade.<sup>28</sup> As críticas concentraram-se no seu carácter informal e falta de responsabilidade democrática, dada a gravidade e a natureza das suas decisões. À medida que avançamos para além da crise, esta questão tem de ser abordada. Publicar as atas das reuniões, audições mais formais do presidente do Eurogrupo no Parlamento ou a eleição de um presidente a tempo inteiro pode ajudar.

Fundamentalmente, porém, trata-se de resolver o conflito de interesses expresso no Eurogrupo entre países credores e devedores. Os primeiros exigem «limpeza da casa» dos devedores, com dívidas pagas através de impostos mais altos e menores despesas; estes últimos querem um ajustamento mais equilibrado e mais instrumentos de partilha de risco. Conciliar os dois vai muito além de simples mudanças institucionais no Eurogrupo.

A instituição europeia supranacional, que desempenhou o papel mais importante para manter a moeda única unida, foi o Banco Central Europeu. A posição «tudo aquilo que for necessário» adotada por Mario Draghi em 2012 é amplamente considerada como representante do ponto de transição na superação da pior das crises. Embora a declaração em si tenha tido enorme impacto, o BCE, desde o início da crise, considerava-se dotado da missão de preservar a integridade da área do euro - um mandato implícito tão importante como o mandato declarado de preservar a estabilidade de preços.

As suas iniciativas de evolução gradual desde o início da crise envolveram compras de dívida soberana no mercado secundário, operações de refinanciamento de longo prazo para fornecer liquidez ao sistema bancário europeu e refinanciamento direcionado para desobstruir canais de transmissão de apólices. E, após a declaração de 2012, a introdução do esquema TMD indicou que, em nome do risco de redenominação, poderia aproximar-se do cumprimento de uma função efetiva do credor de último recurso. Esses movimentos foram muitas vezes enfrentados com uma oposição considerável de dentro e fora da instituição, e afirma que estava a operar além do seu mandato.

À medida que a Europa se integra economicamente e socialmente, as suas instituições não se têm adaptado o suficiente. Em vez de avançar com o que deveria ser um «salto quântico na integração institucional»<sup>29</sup>, a Europa vacila e hesita. Isto acontece porque a integração económica é acompanhada por divergência política. E, contudo, as novas geopolíticas com que se depara procuram exatamente o oposto.

---

<sup>28</sup> Ver, *inter alia*, o caso aberto pelo Provedor de Justiça Europeu em 2016 (Transparência do Eurogrupo - <https://www.ombudsman.europa.eu/en/case/en/48285>); a resolução do PE sobre a revisão do quadro de governação económica: o balanço e desafios (2014/2145(INI)); e o projeto da Transparency International sobre a Governação Económica Europeia. (<https://transparency.eu/project/euro/>).

<sup>29</sup> Draghi, M. (2015), Discurso no SZ Finance Day 2015, Frankfurt am Main, 16 de março.

## 5. Observações finais

A missão foi cumprida? Após a crise, muito foi feito, mas a área do euro ainda está frágil. Financeiramente, está menos do que em 2011, mas o episódio italiano mostrou que o «*doom loop*» ainda está lá, com o risco de redenominação não totalmente eliminado. Economicamente, a desaceleração atual ilustra a rapidez com que a perspectiva se pode deteriorar. Não há muita munição monetária e orçamental para afastar a próxima recessão e a assimetria entre países bem-sucedidos e aqueles em dificuldades permanece gritante. Finalmente, enquanto o risco político era de segunda ordem a meio da crise, neste momento ocupa o centro do palco, com o populismo do Norte e do Sul agora desenvolvidos - sendo que a única coisa que eles têm em comum é um desagrado pela Europa.

O que é necessário nesta conjuntura é um acordo sobre uma agenda mínima que não proporcione uma UEM ideal, mas que proporcione uma UEM viável. Os seus principais ingredientes podem ser:

- *Foco na reforma estrutural e na competitividade.* Parece haver consenso em usar o orçamento da UE para esse fim; conjugado com uma engenharia financeira inteligente (relativamente ao plano Juncker), poderá ajudar de uma forma muito melhor.
- *Percorrer o quilómetro final para a união bancária.* Os países da área do euro investiram demasiado para voltar atrás. A agenda prioritária inclui o SESD, os encargos de concentração e um mecanismo de resolução verdadeiramente integrado. Olhando mais além, o que está em jogo é se concordamos em construir um mercado bancário integrado, como parte da CMU.
- *Colher os frutos mais fáceis na reforma fiscal.* Estes incluem uma reforma do PEC que dá mais margem aos estados-membros, e, como *quid pro quo*, mais responsabilidade individual no caso de a dívida se mostrar insustentável (mas sem automaticidade processual ou aritmética). Estabilização e capacidade fiscal são desejáveis, mas não indispensáveis a curto prazo.
- *Salvaguardar as instituições.* Desenvolver plenamente o novo papel do MEE, evitando ao mesmo tempo uma guerra territorial com a Comissão. Neste contexto, uma solução poderia ser o Comissário tornar-se presidente do Eurogrupo, mas com a supervisão orçamental delegada a um conselho fiscal.

Esta agenda mínima não nos deve impedir de procurar todos os elementos discutidos acima para o pleno funcionamento da UEM. Um ativo seguro, uma ferramenta de estabilização e uma capacidade fiscal central, por exemplo, continuam a ser necessários nesse sentido. Mas poucas destas reformas são técnicas; quase todas incorporam um ponto de vista sobre a direção geral da UEM no futuro, sobre a qual não há consenso. Uma maior integração política representa simultaneamente um limite e um pré-requisito para uma reforma completa da UEM. No atual ambiente político e económico, é fundamental pelo menos prosseguir com o que é absolutamente necessário; quanto ao resto, é importante

apresentar o quadro geral, expor as escolhas políticas e as opções de política que se seguem, e preparar o terreno para a tomada de decisões numa fase posterior.